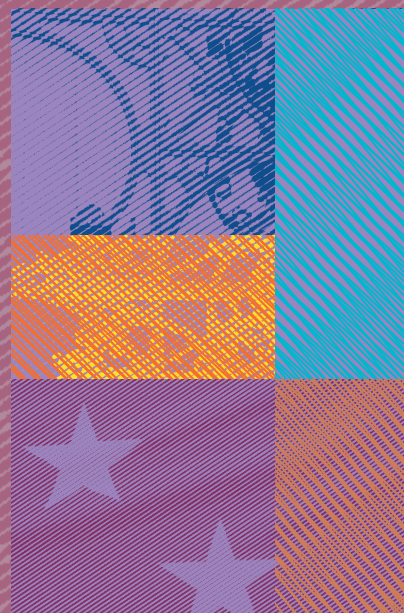


BOLETÍN ECONÓMICO

04/2013

BANCO DE ESPAÑA
Eurosistema



ÍNDICE

Informe trimestral de la economía española

- 1 Rasgos básicos 3
- 2 Entorno exterior del área del euro 10
- 3 El área del euro y la política monetaria del Banco Central Europeo 17
- 4 La economía española 32
- 5 Evolución financiera 50

La nueva ley de estabilidad presupuestaria 65

El empleo en la UEM en 2012 79

Informe de economía latinoamericana: primer semestre de 2013 87

Regulación financiera: primer trimestre de 2013 117

Indicadores económicos 1*

Publicaciones del Banco de España 63*

Siglas, abreviaturas y signos utilizados 64*

Durante el primer trimestre de 2013, la economía española prolongó la pauta de contracción de la actividad, si bien a un ritmo más atenuado que en el tramo final del año pasado. Según la información disponible, todavía incompleta, se estima que el PIB disminuyó un 0,5 % en tasa intertrimestral (frente al -0,8 % del período octubre-diciembre), lo que sitúa la tasa interanual en el -2 % (véanse cuadro 1 y gráfico 1). La demanda nacional retrocedió nuevamente (-0,8 %), aunque el descenso fue menor que en el trimestre precedente, al revertirse el impacto de los factores de naturaleza transitoria que habían influido negativamente sobre el gasto interno en los meses finales de 2012, y particularmente en el caso del consumo de los hogares. Por su parte, la contribución de la demanda exterior neta fue positiva (0,3 pp), pero de magnitud inferior a la del trimestre anterior, lastrada por la menor debilidad de las importaciones en relación con lo mostrado a finales del año pasado, en un contexto en el que las ventas al exterior, aunque se recuperaron, siguieron condicionadas por la recesión del área del euro.

El empleo moderó solo levemente su ritmo de descenso, estimándose una tasa interanual en el entorno del -4,5 % en términos de la CNTR (-4,7 % en octubre-diciembre), mientras que la remuneración por asalariado dio continuidad a la trayectoria de moderación de los costes laborales del último año con una tasa interanual levemente positiva. Este comportamiento, unido al incremento de la productividad, habría posibilitado reducciones adicionales de los costes laborales por unidad del producto en el trimestre, en una cuantía superior al 1 % interanual. A su vez, la tasa de inflación medida por los precios de consumo inició una senda descendente en los primeros meses de 2013, tras los elevados incrementos de los meses finales del año anterior, apoyada en la ralentización de los incrementos en los precios de la energía. El IPC alcanzó una tasa interanual del 2,4 % en marzo (2,9 % en diciembre de 2012), mientras que el IPSEBENE repuntó hasta el 2,3 % (2,1 % en diciembre de ese mismo año). En términos del IAPC, el diferencial de inflación con respecto a la zona del euro permaneció en los 0,9 pp del período octubre-diciembre (véase gráfico 3).

En el ámbito de las políticas económicas, el Gobierno puso en marcha distintas iniciativas a lo largo del trimestre, algunas de las cuales se encuentran en fase de tramitación parlamentaria. En relación con el mercado de trabajo, aprobó un conjunto de medidas de estímulo a la creación de empleo, apoyo a la actividad emprendedora y mejora de la intermediación laboral. Por otra parte, en el terreno de la Seguridad Social, y con el objetivo de prolongar la vida laboral y hacer un uso más eficiente de las fórmulas de transición hacia la jubilación, modificó las condiciones de acceso a la jubilación anticipada y parcial. Otras actuaciones incidieron sobre el sector energético, donde se tomaron nuevas medidas para propiciar el reequilibrio del sistema eléctrico y facilitar la progresiva eliminación del déficit tarifario¹.

En el panorama económico internacional, los mercados financieros europeos mantuvieron durante la mayor parte del trimestre el clima de mejoría gradual que se había impuesto en la segunda mitad de 2012. Este clima se vio alterado, no obstante, en las últimas semanas de marzo, por la aparición de nuevos episodios de incertidumbre vinculados a las dificultades

¹ Real Decreto Ley 4/2013, de 22 de febrero, de medidas de apoyo al emprendedor y de estímulo del crecimiento y de la creación de empleo; Real Decreto Ley 5/2013, de 15 de marzo, de medidas para favorecer la continuidad de la vida laboral de los trabajadores de mayor edad y promover el envejecimiento activo; Real Decreto Ley 2/2013, de 1 de febrero, de medidas urgentes en el sistema eléctrico y en el sector financiero.

	2011	2012	2012				2013
			I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR
Contabilidad Nacional							
Tasas de variación intertrimestral, salvo indicación contraria							
Producto interior bruto	0,4	-1,4	-0,4	-0,4	-0,3	-0,8	-0,5
Consumo privado	-1,0	-2,1	0,5	-1,1	-0,5	-2,0	-0,3
Formación bruta de capital	-5,5	-8,7	-1,8	-3,1	-1,3	-3,9	-1,8
Demanda interna	-1,9	-3,9	-0,3	-1,3	-1,1	-2,0	-0,8
Exportaciones	7,6	3,1	-2,6	1,8	5,1	-0,9	0,0
Importaciones	-0,9	-5,0	-2,0	-1,3	2,7	-4,8	-0,7
Contribución de la demanda exterior neta (b)	2,3	2,5	-0,1	1,0	0,8	1,2	0,3
Tasas de variación interanual							
PIB	0,4	-1,4	-0,7	-1,4	-1,6	-1,9	-2,0
Empleo	-1,7	-4,4	-3,7	-4,7	-4,6	-4,7	-4,5
Deflactor del PIB	1,0	0,1	0,1	0,0	0,5	-0,1	1,6
Indicadores de precios (variación interanual de datos de fin de período)							
IPC	3,2	2,4	1,9	1,9	3,4	2,9	2,4
IPSEBENE	1,7	1,6	1,2	1,3	2,1	2,1	2,3
IAPC	3,1	2,4	1,8	1,8	3,5	3,0	2,6
Diferencial del IAPC frente al área del euro	0,3	-0,1	-0,9	-0,6	0,9	0,8	0,9

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Información disponible hasta el día 19 de abril de 2013.

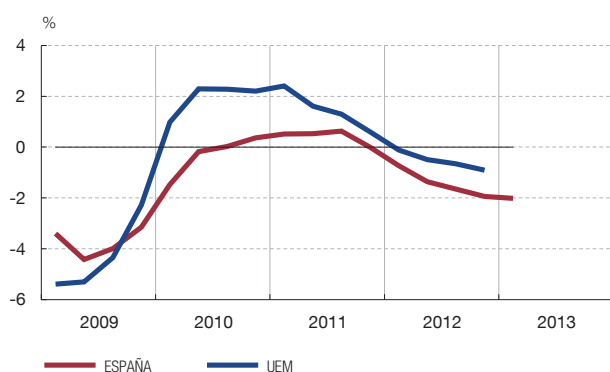
b Contribución a la tasa de variación intertrimestral del PIB en puntos porcentuales.

para la formación de Gobierno en Italia, tras las elecciones de finales de febrero, y, sobre todo, a las complicaciones que surgieron para alcanzar un acuerdo de asistencia financiera con Chipre, así como al potencial de contagio de algunos de los elementos de este acuerdo. Estos episodios interrumpieron la reducción de los diferenciales soberanos en los países más vulnerables, y los mercados bursátiles y el tipo de cambio del euro frenaron su tendencia alcista.

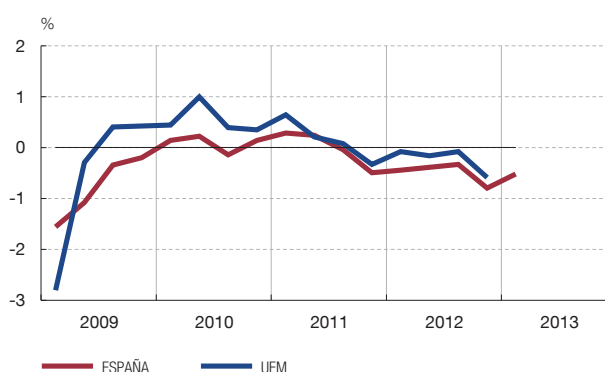
En el contexto descrito, la actividad en la zona del euro siguió contrayéndose en los primeros meses del año, aunque posiblemente a un ritmo menor que en el período precedente. Fuera de la UEM, prevaleció la tónica de consolidación de la recuperación en Estados Unidos, se produjo una cierta mejoría en las perspectivas económicas de Japón, y se mantuvo el dinamismo en las economías emergentes, dentro de una trayectoria levemente descendente. La inflación mundial permaneció en cotas moderadas y se observó cierta contención de los precios de las materias primas. En conjunto, las políticas monetarias mantuvieron un tono marcadamente expansivo, mientras que las políticas fiscales mostraron, por lo general, una orientación más restrictiva.

En Europa prosiguieron los avances hacia una unión monetaria más integrada. En el ámbito de las políticas fiscales y estructurales, el Consejo Europeo aprobó a finales de febrero el paquete legislativo que debe asegurar un marco más sólido de gobernanza fiscal y la Comisión Europea presentó el 10 de abril los resultados de los denominados «análisis exhaustivos», realizados en el marco del Procedimiento de Desequilibrios Macroeconómicos. A juicio de la Comisión existía el riesgo de que los desequilibrios macroeconómicos pudieran ser excesivos en los casos de Eslovenia y de España. En el caso concreto de España, el informe señala los elevados niveles de deuda interna y externa como los factores

TASAS DE VARIACIÓN INTERANUAL



TASAS DE VARIACIÓN INTERTRIMESTRAL



FUENTES: Banco Central Europeo, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

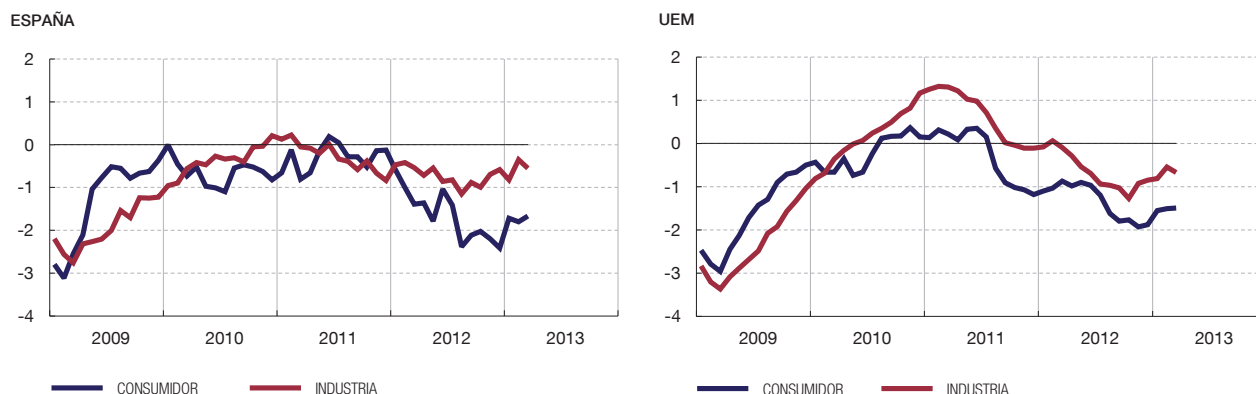
a Series ajustadas de estacionalidad.

potenciales de vulnerabilidad. Por último, en relación con los avances en la unión bancaria, la presidencia irlandesa anunció en marzo el acuerdo provisional con el Parlamento en torno al Mecanismo Único de Supervisión.

El Consejo de Gobierno del BCE mantuvo la orientación expansiva de la política monetaria en los primeros meses del año, al considerar que las expectativas de inflación estaban bien ancladas y que la situación de debilidad económica en el área del euro hacía improbable que pudieran surgir presiones inflacionistas en el medio plazo. El nivel de los tipos de interés oficiales permaneció sin cambios a lo largo del trimestre —el tipo de las operaciones principales de financiación se mantuvo en el 0,75 %, y el de las facilidades de depósito y de crédito, en el 0 % y el 1,5 %, respectivamente—, y se reiteró el compromiso de mantener la provisión amplia de liquidez a través del procedimiento de subastas a tipo fijo con adjudicación plena el tiempo necesario. Tras su reunión de principios de abril, el BCE comunicó su intención de seguir con particular atención la información económica y monetaria con vistas a evaluar su impacto en las perspectivas para el objetivo de estabilidad de precios.

Los mercados financieros españoles participaron de la pauta de mejora que se observó en el área del euro hasta mediados de marzo, así como del cambio de tono que se produjo con posterioridad. El descenso de la rentabilidad de la deuda pública española a largo plazo y de sus diferenciales con respecto a la referencia alemana se interrumpió a partir de esa fecha, situándose a mediados de abril algo por debajo de los niveles de finales de 2012 (en el 4,6 % y en 335 pb, respectivamente). A su vez, las primas de riesgo privado repuntaron y los índices bursátiles iniciaron una trayectoria descendente, acumulando un retroceso de un 3,1 % desde principios de año (véase gráfico 4).

Con todo, en los meses iniciales del ejercicio prosiguió la mejora de las condiciones de financiación de los sectores residentes en los mercados mayoristas, la normalización de los flujos financieros con el exterior y la suavización de las condiciones para la captación de fondos por parte del Tesoro, que realizó emisiones de deuda por importes elevados y a menor coste. No obstante, los tipos de interés bancarios se mantienen en niveles elevados y las condiciones de financiación bancaria de los hogares y las sociedades continúan siendo estrictas, con lo que el sector privado sigue sometido a una presión financiera significativa, lo que constituye una causa adicional de retraimiento del gasto interno.



FUENTE: Comisión Europea.

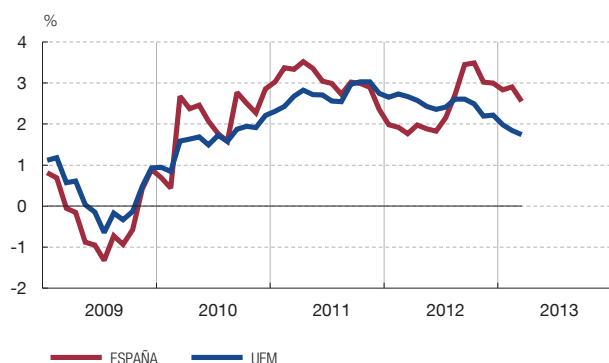
a Indicadores normalizados (diferencia entre el indicador y su media, dividida por su desviación estándar).

En los meses iniciales de 2013, los planes de gasto de las familias y las decisiones de inversión de las empresas acusaron nuevamente el mantenimiento de un entorno financiero complicado y de un clima de incertidumbre que afecta sobre todo a las perspectivas del mercado laboral. Con este trasfondo, se estiman descensos de los distintos componentes de la demanda interna en el primer trimestre, aunque, por lo general, de cuantía inferior a los que se observaron en los meses finales de 2012.

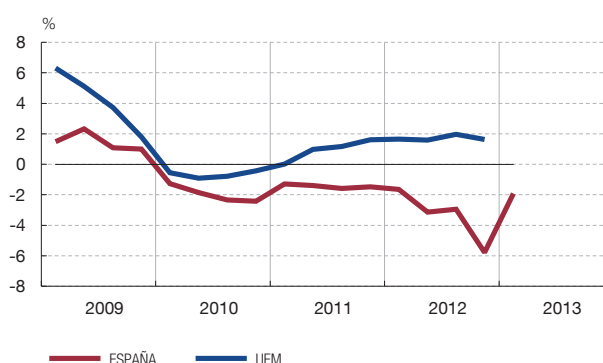
El consumo de los hogares suavizó su ritmo de contracción en el primer trimestre, influido por la reversión de los factores con impacto transitorio que lo habían lastrado al concluir 2012 (elevación de la imposición indirecta y supresión de la paga extraordinaria de los empleados públicos). Sin embargo, la reducida capacidad de ahorro de las familias en un contexto de descenso de la renta disponible, caída de la riqueza, persistencia de un panorama laboral incierto y elevado endeudamiento deja poco margen para la recuperación del consumo a corto plazo. A su vez, la inversión residencial moderó levemente su perfil contractivo. A pesar de que el número de transacciones de vivienda repuntó transitoriamente como consecuencia de los últimos cambios en el tratamiento fiscal, la demanda sigue mostrando gran debilidad y persiste un elevado volumen de las mismas sin vender. Los pasivos de las familias intensificaron su ritmo de caída hasta febrero, con un descenso en términos de la tasa interanual del crédito del 3,9 %, por el comportamiento tanto de los préstamos para adquisición de vivienda como de los destinados a consumo y otros fines (con retrocesos del 3,7 % y 4,8 %, respectivamente). Según los datos de avance, la disminución de la deuda de los hogares habría permitido prolongar en estos primeros meses del año la pauta de moderada reducción de la ratio de endeudamiento del sector.

En el ámbito empresarial, el gasto en inversión habría continuado descendiendo, aunque a un ritmo menor, debido a cierta mejora de la confianza empresarial y al mantenimiento de las ventas al exterior. De este modo, en los primeros meses del año tanto la inversión en equipo como la realizada en otras construcciones habrían moderado su caída, tras el significativo retroceso registrado a finales del año pasado. La deuda de las sociedades intensificó su ritmo de contracción hasta febrero, con un descenso interanual del 7,1 %, frente al 6,2 % registrado a finales del ejercicio anterior. Según los datos de avance, la ratio de endeudamiento de las empresas habría prolongado igualmente la trayectoria descendente de los últimos años.

ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS DE CONSUMO (a)



COSTES LABORALES UNITARIOS (b)



FUENTES: Eurostat, Banco Central Europeo e Instituto Nacional de Estadística.

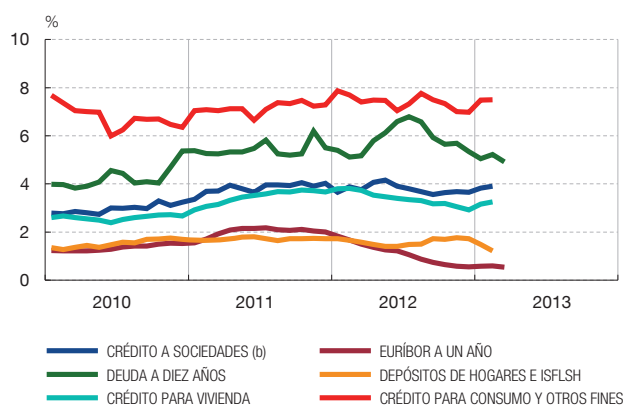
a Tasas de variación interanual.

b Por unidad de producto. Tasas de variación interanual calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad.

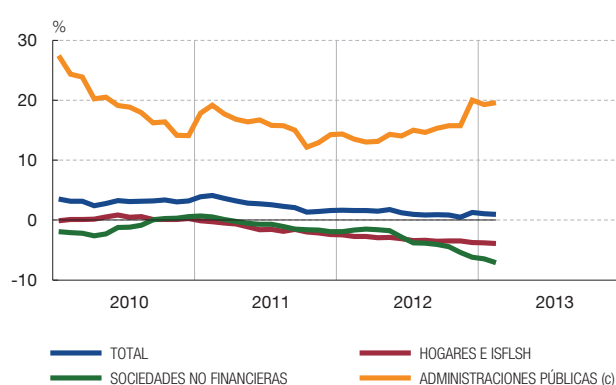
Por lo que se refiere a los intercambios con respecto al resto del mundo, la contribución positiva de la demanda exterior neta al avance del PIB se moderó en los tres primeros meses de este año, hasta situarse en 0,3 pp del PIB (1,2 pp en el último trimestre de 2012). Este dato reflejó el menor descenso de las importaciones, ya que las exportaciones se recuperaron, aunque las ventas a la zona del euro mantuvieron una tónica de debilidad. La información disponible sobre el déficit comercial marca una nueva reducción, en los dos primeros meses del año, que alcanza el 37 %, lo que sería compatible con la prolongación del ajuste del desequilibrio exterior en 2013, tal y como se estableció en el Informe de Proyecciones, publicado en el *Boletín Económico* del pasado mes.

Por su parte, a lo largo del mes marzo se han conocido las cifras definitivas referidas a la cuenta de las AAPP para 2012. Las necesidades de financiación del sector se elevaron al 10,6 % del PIB, algo más de 1 pp del PIB, superiores a las registradas en 2011, aunque debe tenerse en cuenta que la cifra de 2012 incluye el impacto derivado de las ayudas a instituciones financieras, que aumentaron el gasto público a través de la partida de transferencias de capital en una cuantía de 38,3 mm (3,7 % del PIB). Si se descuenta este efecto, con impacto temporal sobre el déficit, el desequilibrio público habría ascendido al 7 % del PIB, 2 pp inferior al registrado en 2011. La cifra de cierre definitiva es ligeramente superior a la que anticipó provisionalmente el Gobierno a finales de febrero (10 % del PIB), debido, sobre todo, a la modificación del criterio seguido en la contabilización de las devoluciones de impuestos (con un impacto en el déficit en torno a 0,3 pp de PIB) y al hecho de que se haya retrasado hasta 2013 la contabilización de las pérdidas que asumirán los tenedores privados de productos híbridos en el proceso de recapitalización de las entidades concernidas, lo que incrementa el impacto en el déficit de las ayudas públicas otorgadas al sector bancario en 2012 (en un importe de 0,3 pp de PIB adicionales). Con todo, el esfuerzo fiscal realizado en 2012 ha sido de gran intensidad, como muestra la magnitud del ajuste del saldo estructural realizado el año pasado (de casi 3 pp del PIB), aunque es imprescindible que continúe para situar las finanzas públicas en una posición más saneada y poder quebrar la trayectoria alcista de la ratio de deuda pública —que alcanzó el 84,2 % del PIB en 2012—, en línea con los requisitos que establece la Ley de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera (véase artículo en este mismo boletín) y con los compromisos asumidos en el ámbito del Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

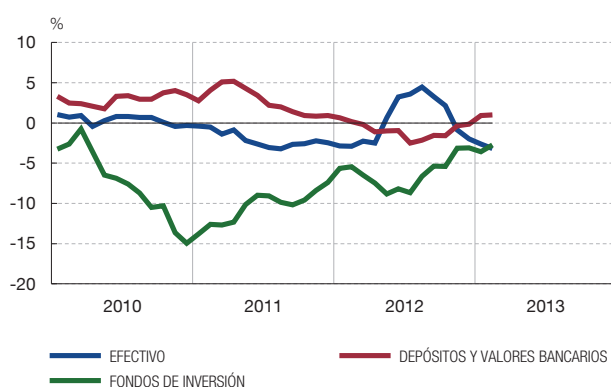
TIPOS DE INTERÉS (a)



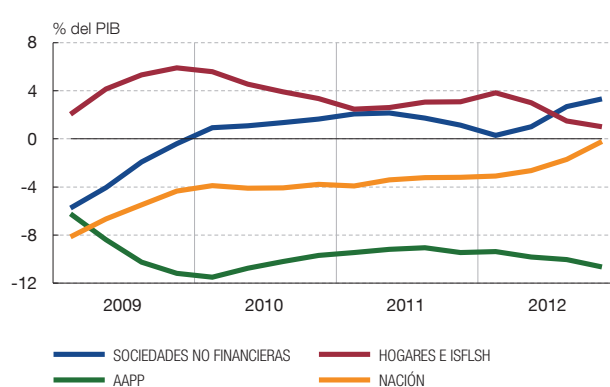
FINANCIACIÓN A LOS SECTORES RESIDENTES NO FINANCIEROS (Crecimiento interanual)



ACTIVOS FINANCIEROS DE SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y HOGARES E ISFLSH (Crecimiento interanual)



OPERACIONES FINANCIERAS NETAS (d)



FUENTE: Banco de España.

- a En junio de 2010 se modificaron los requerimientos estadísticos relativos a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela, pudiendo ocasionar rupturas en las series. En particular, ha sido especialmente significativo el cambio en el tipo de interés del crédito para consumo y otros fines como consecuencia de que a partir de dicho mes no incorpora las operaciones realizadas con tarjetas de crédito. TAE para créditos (incluye comisiones y otros gastos) y TEDR para depósitos.
- b Media ponderada de tipos de interés de distintas operaciones agrupadas según su volumen. El tipo de los créditos de más de un millón de euros se obtiene sumando a la tasa TEDR, que no incluye comisiones y otros gastos, una media móvil de dichos gastos.
- c Financiación consolidada: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.
- d Datos acumulados de cuatro trimestres.

La información relativa a la ejecución presupuestaria en los meses transcurridos de este año es todavía muy escasa y no suficientemente representativa de la evolución de las distintas partidas en el conjunto del año. En todo caso, la debilidad de la recaudación en imposición indirecta (incluso cuando se descuenta el efecto de las devoluciones en las partidas afectadas) y en cotizaciones sociales ilustra acerca de la dificultad que comporta la reducción del déficit público en una situación cíclica adversa.

Por el lado de la oferta, la información disponible al comienzo de 2013 apunta a una moderación de la contracción de la actividad en los principales sectores productivos. En la industria, esta cierta mejoría podría estar vinculada al repunte de las exportaciones tras el mal registro de los meses finales de 2012 y, en los servicios de no mercado, a la reversión de los efectos que lastraron el comportamiento del consumo privado y, con él, el de determinadas actividades de servicios, como fueron las de comercio al por menor, hostelería y transporte. No se aprecian cambios relevantes en la evolución del valor añadido en el

sector de la construcción, que mantuvo, un trimestre más, la tónica contractiva de los últimos años, condicionada por la continuación del proceso de ajuste en el segmento residencial, así como por el impacto de los planes de consolidación fiscal sobre la obra civil.

Con este trasfondo, el empleo moderó solo muy levemente su ritmo de descenso en los meses iniciales de 2013, estimándose un retroceso del 4,5 % en tasa interanual. Atendiendo a la información que proporciona la estadística de afiliados, esta ralentización de la caída habría afectado a todas las ramas productivas, incluidas las de no mercado. A su vez, el ritmo de aumento del paro registrado prolongó en los primeros meses de 2013 la senda de desaceleración que había iniciado en la segunda mitad del año pasado, aunque ello puede obedecer a una cierta intensificación del efecto desánimo tras un período tan prolongado de destrucción de empleo. Por último, no se aprecian cambios significativos en la utilización de las distintas modalidades de contratación, aunque sí un cierto repunte en el peso de los contratos indefinidos, así como un nuevo impulso a los de tiempo parcial.

Parece confirmarse, en cambio, la modificación en la dinámica de los costes laborales que se empezó a detectar a lo largo de 2012, observándose una mayor respuesta de la negociación colectiva a la situación específica de las empresas y de los sectores de actividad. La información sobre convenios colectivos hasta marzo, aunque todavía adolece de baja representatividad, muestra incrementos salariales medios del 0,6 % (1,3 % en diciembre de 2012), y signos de menor inercia nominal en la negociación colectiva. Esta evolución sería compatible con el mantenimiento de incrementos prácticamente nulos de la remuneración por asalariado en el sector privado, como ocurrió en los tres últimos trimestres de 2012, una vez que se descuenta el impacto del aumento de las bases máximas de cotización aplicado desde comienzos de este año. Por el contrario, se estima un repunte de magnitud superior para la remuneración de la economía de no mercado como reflejo mecánico del descenso observado por esta variable en los meses finales de 2012, tras la supresión de la paga extraordinaria a los empleados públicos.

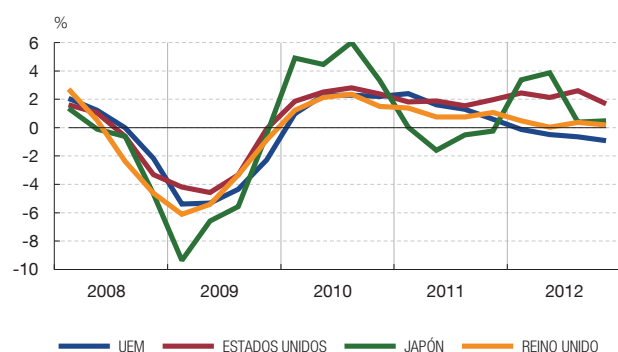
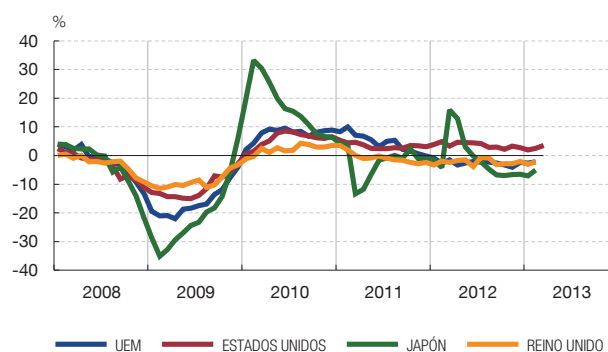
En todo caso, la magnitud de los retos pendientes a los que se enfrenta la economía española para iniciar una recuperación sostenible de la actividad económica, en un contexto de ajuste insoslayable de los principales componentes de la demanda interna y un débil entorno exterior, aconseja acelerar las actuaciones iniciadas en materia de reformas estructurales para asegurar que la incipiente moderación salarial se traslade en toda su extensión a los precios y ello permita intensificar las ganancias de competitividad frente al exterior.

2 ENTORNO EXTERIOR DEL ÁREA DEL EURO

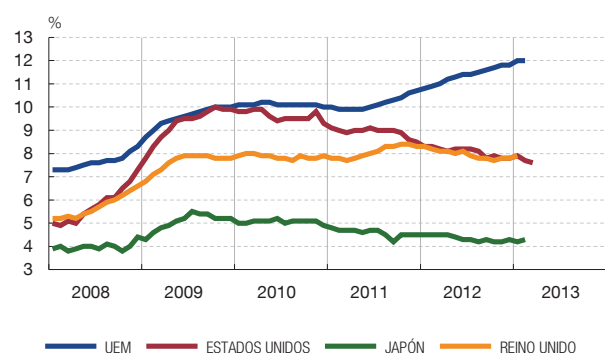
En los tres últimos meses, persistió el buen tono general en los mercados financieros, destacando como aspecto novedoso una evolución más positiva en los mercados desarrollados que en los emergentes. El rebrote de las dificultades en el área del euro —en particular, la crisis de Chipre— tuvo efectos limitados, y la evolución financiera, particularmente en las economías avanzadas, resultó más favorable de lo que cabría esperar de la evolución de los fundamentos reales. A ello contribuyó el renovado tono expansivo de las políticas monetarias, marcado por los importantes cambios llevados a cabo por el Banco de Japón y que han tenido un notable impacto en los mercados bursátiles, cambiarios y de deuda en las últimas semanas. Por su parte, los indicadores económicos han mostrado algunos signos de reactivación de la actividad global, aunque manteniendo ritmos de crecimiento moderados y con notables divergencias por países. Con todo, la actividad en Estados Unidos mostró en los primeros meses de 2013 un avance mayor que el esperado, mientras que las economías emergentes mantuvieron un dinamismo elevado (véase gráfico 5).

La evolución de los mercados financieros durante el primer tercio del año ha sido moderadamente positiva, especialmente en enero y febrero. Las principales plazas bursátiles acentuaron su tono positivo en un contexto de búsqueda de rentabilidad, ante unos tipos de interés reducidos. No obstante, desde principios de marzo la incertidumbre asociada al resultado de las elecciones italianas, la crisis bancaria en Chipre y otros factores de carácter idiosincrásico en algunas economías emergentes provocaron un peor comportamiento de los mercados de la zona del euro y de las regiones emergentes. En cambio, el anuncio a principios de abril del nuevo y ambicioso programa de expansión cuantitativa del Banco de Japón favoreció un rebote generalizado. Como resultado, en el período transcurrido desde comienzos de año, los principales índices bursátiles subieron en países desarrollados, mientras que los descensos de las bolsas emergentes fueron moderados, al tiempo que las rentabilidades de la deuda soberana mostraron descensos en todas las regiones avanzadas, aunque de menor magnitud en Estados Unidos y ligeras subidas en las emergentes. El volumen global de las emisiones de bonos corporativos de grado de inversión y de alta rentabilidad en los dos primeros meses del año fue el mayor desde 2009, logrando mantenerse los diferenciales de rendimiento en niveles moderados. En los mercados cambiarios se fortaleció la cotización del dólar frente a las principales divisas, en algunos casos —particularmente, el del yen— por la debilidad de este. En los mercados emergentes, tras registrarse máximos de entradas en fondos de deuda y bolsa en enero, los flujos de entrada en renta variable se redujeron, si bien se mantuvieron entradas en deuda. El ritmo de emisiones de renta fija también se desaceleró en marzo, tras marcar en enero un máximo histórico mensual. Por su parte, las materias primas mostraron una evolución estable durante la mayor parte del primer trimestre, aunque en el mes de abril se produjo un descenso más intenso, achacable a los peores datos económicos en China, entre otros factores. El precio del petróleo se situó en el entorno de los 105 dólares por barril Brent al finalizar el primer trimestre del año, descendiendo por debajo de los 100 dólares a mediados de abril, y el del oro continuó su tendencia bajista, situándose en torno a los 1.400 dólares la onza (véase gráfico 6).

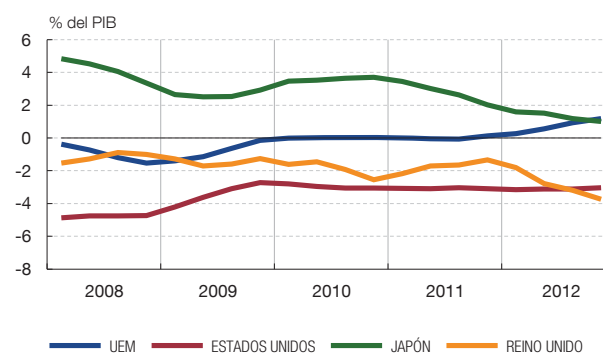
En Estados Unidos, el PIB presentó una fuerte desaceleración en el cuarto trimestre de 2012, con un crecimiento del 0,4 % intertrimestral anualizado (3,1 % en el tercero), como consecuencia de la contribución negativa de las existencias y del gasto público, especialmente en la partida de defensa. En el lado positivo, destacó la recuperación de la in-

PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasa interanualPRODUCCIÓN INDUSTRIAL
Tasa interanual

TASA DE PARO (a)



BALANZA POR CUENTA CORRIENTE

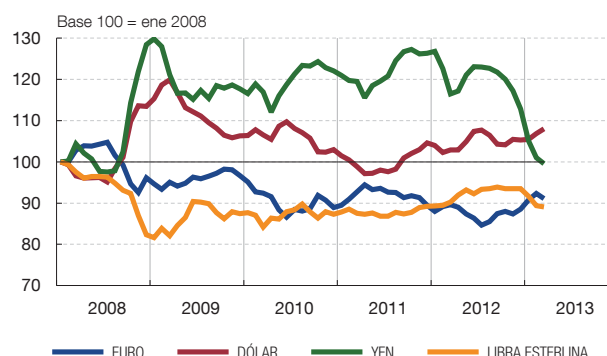


FUENTES: Datastream y Banco de España.

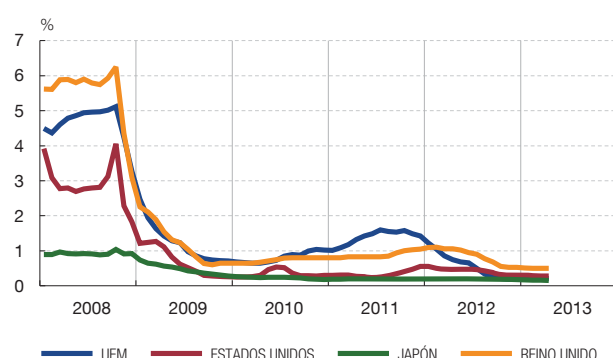
a Porcentaje de la población activa.

versión no residencial. Por el contrario, de acuerdo con los indicadores disponibles, la actividad se habría acelerado notablemente en el primer trimestre de 2013, al desaparecer el impulso negativo de existencias y gasto público; además, el consumo tendió a acelerarse, a pesar de los aumentos impositivos introducidos a principios de año y del deterioro de la confianza del consumidor, lo que plantea dudas sobre su sostenibilidad. En el mercado de la vivienda continuaron los aumentos en los precios, que se acercan a los dos dígitos en tasa interanual, en un contexto donde la oferta y demanda de viviendas mantuvieron su dinamismo. Los indicadores de confianza empresarial siguen señalando una expansión, mientras que la producción industrial se aceleró a lo largo del trimestre. En el mercado laboral, se generaron en promedio 168.000 empleos netos mensuales en el primer trimestre, frente a los 209.000 del trimestre previo, debido al dato desfavorable de marzo, mientras que la tasa de paro se redujo hasta el 7,6 %, apoyada en un descenso en la participación. La inflación se redujo hasta el 1,5 % en marzo, mientras que la inflación subyacente permaneció en el 1,9 %. En este contexto, la Reserva Federal no realizó cambios en su política monetaria, y mantuvo las compras mensuales de bonos y las referencias a las tasas de paro e inflación que guían las expectativas sobre movimientos futuros del tipo de interés oficial; no obstante, las actas denotan un incipiente debate en torno a la finalización de las compras. En el terreno fiscal, a principios de febrero se aprobó una suspensión temporal del techo de la deuda pública, hasta el 18 de mayo, y el 1 de marzo entraron en funcionamiento una serie de recortes automáticos de gasto público, conocidos como *sequestration*. Con notable retraso, el presidente presentó el anteproyecto

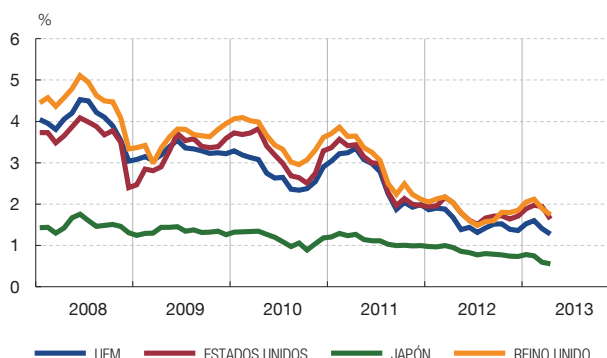
PRECIOS DE CONSUMO
Tasa interanual

 TIPOS DE CAMBIO EFECTIVOS REALES
CON IPC FRENTE A PAÍSES DESARROLLADOS


TIPO DE INTERÉS A CORTO PLAZO (a)



TIPO DE INTERÉS A LARGO PLAZO (b)



FUENTES: Datastream y Banco de España.

- a Tipos de interés a tres meses en el mercado interbancario.
b Rendimientos de la deuda pública a diez años.

de Presupuesto para el año fiscal 2014, que prevé una reducción del déficit público en torno a 1,5 pp, hasta el 4,4 %.

En Japón, el PIB se mantuvo inalterado en el cuarto trimestre (crecimiento del 0,5 % interanual), como resultado de la aportación positiva al crecimiento de la demanda interna, que compensó la contribución negativa del sector exterior. Los indicadores del primer trimestre muestran una contracción de la actividad manufacturera, si bien las expectativas para los próximos meses son moderadamente favorables. En el ámbito externo, la balanza por cuenta corriente tuvo un saldo negativo en febrero, como consecuencia del abultado déficit comercial. Por su parte, la tasa de paro se incrementó en febrero una décima, hasta el 4,3 %, y se intensificó la contracción de los precios, situándose la variación del IPC en el -0,7 % interanual y la inflación subyacente en el -0,9 %. En la primera reunión del comité de política monetaria con el nuevo gobernador, el Banco de Japón modificó su estrategia de política monetaria para hacer más eficaz su lucha contra la deflación. El objetivo operativo ha pasado a ser la base monetaria, magnitud que se doblará en dos años, principalmente mediante la compra de bonos del Gobierno japonés. Esta política continuará el tiempo que sea necesario para lograr alcanzar el objetivo del 2 % de inflación de manera estable.

En el Reino Unido, el PIB registró una caída del 0,3 % intertrimestral en el cuarto trimestre de 2012 (incremento del 0,2 % en tasa interanual). El crecimiento en el conjunto de 2012 se situó en el 0,3 %, con una contribución positiva de la demanda interna (1,3 pp) y una aportación

La evolución reciente del crédito bancario en Estados Unidos y en el Reino Unido muestra un comportamiento diferenciado: mientras que en el primer caso se observa una recuperación notable, tras la contracción sufrida en los años posteriores a la crisis financiera, en el Reino Unido permanece en una situación de estancamiento (véanse gráficos 1 y 2). En este recuadro se describen los factores de oferta y de demanda detrás de esta evolución, y se detallan las recientes medidas adoptadas por parte de las autoridades del Reino Unido para mejorar el acceso al crédito bancario.

En Estados Unidos todos los segmentos de crédito muestran una evolución positiva, a pesar de la ligera desaceleración observada en los últimos meses del año pasado (véase gráfico 1). El crecimiento ha estado liderado por los préstamos a empresas, cuya tasa de variación se ha estabilizado en niveles superiores al 10 % interanual —mayores que los de los últimos años, pero por debajo de los que se observaban antes de la crisis—, al tiempo que se aprecian mejoras más tímidas tanto en préstamos al consumo como en préstamos hipotecarios para adquisición de vivienda. Además, es particularmente notable la evolución de los préstamos hipotecarios no residenciales, que acumularon cinco meses de crecimientos intermensuales positivos entre septiembre de 2012 y enero de 2013, por primera vez desde el año 2008. Esta evolución responde a mejoras tanto por el lado de la oferta como por el de la demanda de crédito.

Las condiciones de crédito se han relajado de forma generalizada, según la encuesta de préstamos bancarios de la Reserva Federal (*Senior Loan Officer Opinion Survey*), siendo los factores fundamentales la creciente competencia en el sector y la búsqueda de rentabilidad. Por otro lado, según la misma encuesta, se estaría produciendo un aumento de la demanda en la mayoría de las partidas, provenientes tanto de empresas como de préstamos hipotecarios, aunque la excepción fueron los préstamos al consumo, cuya demanda se contrajo. Esta evolución no obedece tanto a medidas específicas de estímulo del crédito como a un contexto en el que, por un lado, las políticas macroeconómicas parecen haber contribuido a estimular la demanda de financiación,

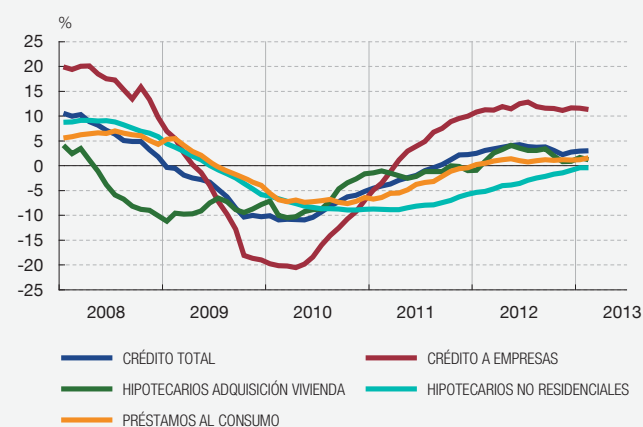
al tiempo que se ha progresado significativamente en el saneamiento del sector financiero.

En el Reino Unido, por el contrario, el crédito mantiene la misma atonía que viene mostrando desde mediados de 2009. Por componentes, el crédito a empresas no financieras continúa contrayéndose, aunque a un ritmo ligeramente menor en los últimos meses (véase gráfico 2). Por otro lado, los préstamos hipotecarios presentan aumentos ligeros pero constantes, al tiempo que los préstamos al consumo han dejado de disminuir para mostrar una ligera recuperación desde diciembre de 2012.

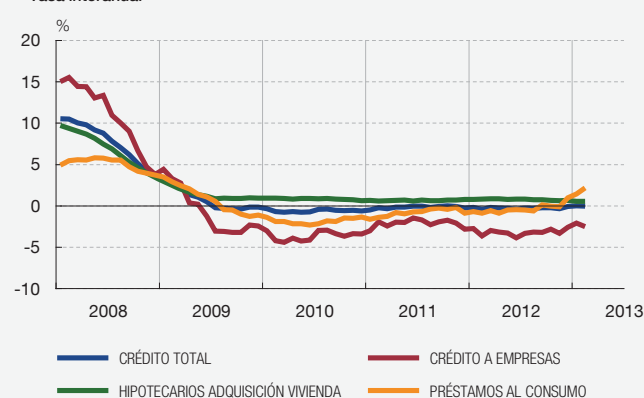
Según la Encuesta de Condiciones Crediticias del Banco de Inglaterra (*Credit Conditions Survey*), en el primer trimestre de 2013 la disponibilidad de crédito mejoró de forma generalizada por segundo trimestre consecutivo, tanto para hogares como para empresas. Entre los factores que más contribuyeron a esta dinámica destacan un mayor apetito por el riesgo de las entidades y una perspectiva menos negativa de la situación económica. Además, el *Funding for Lending Scheme* (FLS) del Banco de Inglaterra —programa que se describe más abajo— fue ampliamente citado en las dos últimas encuestas como un factor importante en la reducción de los costes de financiación de los bancos y de los tipos de financiación de los hogares en los últimos meses. Sin embargo, según la misma encuesta, la demanda de crédito no registró mejoras significativas en el primer trimestre del año. La demanda procedente de hogares presentó ligeros aumentos tanto para la compra de vivienda como para otro tipo de créditos. Y en el caso de las empresas, se produjo una menor demanda procedente de las pequeñas y medianas y un ligero aumento en el caso de las grandes. Sin embargo, las entidades esperan que la demanda aumente en el segundo trimestre de 2013 de forma generalizada.

Cabe destacar el activismo por parte de las autoridades del Reino Unido para fomentar el acceso al crédito y contribuir a superar las restricciones de oferta. El programa FLS fue puesto en marcha por el Banco de Inglaterra en agosto de 2012 con el objetivo de dar incentivos a los bancos para mejorar la disponibilidad del crédito.

1 ESTADOS UNIDOS
Tasa interanual



2 REINO UNIDO
Tasa interanual



FUENTES: Datastream y Banco de España.

En concreto, se trataba de dar financiación a menor coste a los bancos para que aumentaran su saldo de crédito otorgado, proporcionándoles títulos de deuda pública fácilmente descontables, a cambio de colateral. En la misma línea, el supervisor bancario (Financial Services Authority, FSA) anunció en septiembre de 2012 cambios en los requerimientos de capital que eximen a las entidades bancarias (participantes o no en el FLS) de dotar capital adicional si aumentan el crédito neto concedido^{1,2}.

Aunque los primeros indicadores muestran que el programa FLS estaría contribuyendo a reducir los costes de financiación bancaria

y empezaría a permear en las condiciones de crédito (reducción de diferenciales aplicados a préstamos a empresas e hipotecarios), las mejoras se están produciendo a un ritmo menos rápido que el esperado inicialmente. En cualquier caso, el programa —que está destinado a eliminar posibles restricciones en la oferta del crédito y no directamente a estimular la demanda— todavía se encuentra en sus primeras fases de aplicación, por lo que es pronto para evaluar sus efectos, que, además, se verán afectados por la situación de los mercados financieros en Europa o por las novedades en torno a distintos cambios regulatorios del sector financiero.

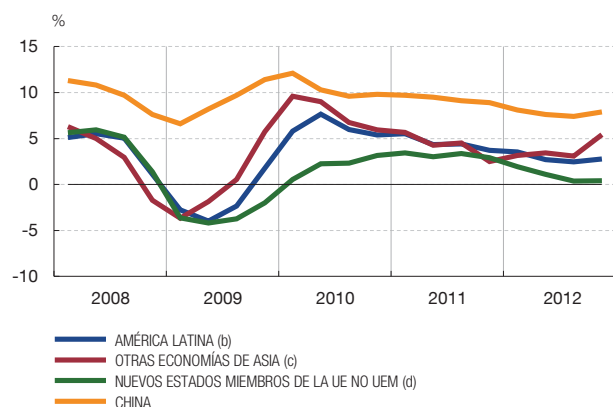
En definitiva, se observa un notable contraste entre la sólida recuperación del crédito en Estados Unidos, enmarcada en un contexto de mejoría en los fundamentos económicos y financieros, y el estancamiento en el Reino Unido, donde las autoridades han desarrollado varias medidas específicas cuya efectividad no se ha manifestado plenamente todavía, si bien se han apreciado algunos signos de reanimación en el crédito al consumo.

- 1 FSA (2012), «Adjustments to FSA's liquidity and capital regime for UK banks and building societies».
- 2 La medida utilizada como referencia es el indicador agregado para la evaluación del programa FLS, que se diferencia del agregado tradicional (M4) en que incluye el crédito hipotecario concedido por especialistas hipotecarios, mientras que excluye la tenencia de títulos y de papel comercial a corto plazo.

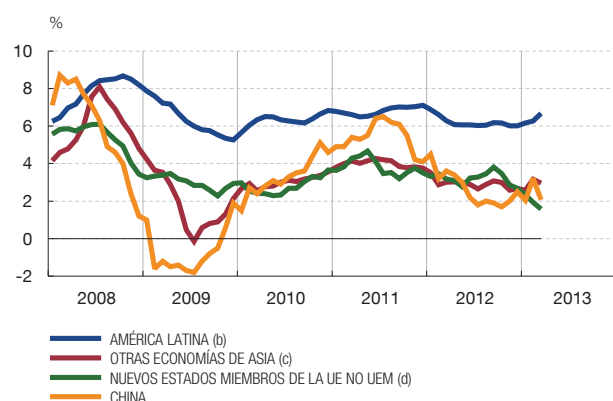
negativa de la externa (-0,9 pp). Los indicadores correspondientes al primer trimestre de este año ofrecen algunos signos de recuperación, con una evolución de la actividad industrial peor que la del sector servicios. El consumo privado tuvo un buen comportamiento —como apuntan los indicadores de ventas al por menor y matriculación de automóviles—, apoyados por la creación de empleo, con un mayor peso de la contratación a tiempo completo. Los resultados de la encuesta de condiciones de crédito del primer trimestre indican un aumento de la disponibilidad de crédito por parte de las entidades bancarias. Por su parte, el Banco de Inglaterra mantuvo el tipo oficial en el 0,5 % y el saldo de su programa de compra de activos (375 mm de libras), señalizando una posición más tolerante con las desviaciones prolongadas, pero consideradas transitorias, de la inflación con respecto del objetivo del 2 %. De hecho, la inflación aumentó hasta el 2,8 % a finales del primer trimestre, y se prevé que se mantenga elevada. El Gobierno británico ha respaldado este enfoque, y ha solicitado al banco central una valoración de las estrategias de política monetaria orientadas a guiar las expectativas de tipos de interés (*forward guidance*).

En los nuevos Estados miembros de la UE no pertenecientes al área del euro, el PIB creció un 0,1 % interanual en el cuarto trimestre de 2012, por debajo del 0,8 % del tercero. Con la salvedad de las economías bálticas, la debilidad fue generalizada, destacando las contracciones observadas en Hungría y en la República Checa. Los datos disponibles para el primer trimestre comenzaron con un tono algo más favorable, si bien los de marzo apuntan a un nuevo debilitamiento. Por su parte, la inflación en la región se ha reducido, situándose en marzo en el 1,9 % interanual. Los bancos centrales mantuvieron el tono acomodaticio de la política monetaria, con reducciones de los tipos oficiales en Hungría y Polonia (de 75 pb, hasta el 5 % y el 3,25 %, respectivamente). Finalmente, cabe destacar la solicitud formal por parte de Letonia del examen de convergencia, para la posible adopción del euro en 2014.

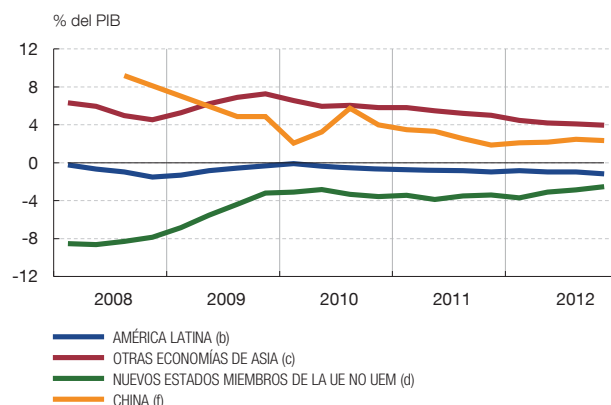
En China, el PIB aumentó un 7,7 % interanual en el primer trimestre, tras el 7,9 % registrado en el último de 2012. Los indicadores de alta frecuencia siguen sugiriendo una recuperación a tasas algo más moderadas que en el pasado. En el conjunto del trimestre destacaron la

PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasa interanual

DIFERENCIALES DE TIPOS DE INTERÉS FRENTE AL DÓLAR (e)

PRECIOS DE CONSUMO
Tasa interanual

BALANZA POR CUENTA CORRIENTE



FUENTES: Datastream, Banco de España, Fondo Monetario Internacional y JP Morgan.

a El agregado de las distintas áreas se ha calculado utilizando el peso de los países que las integran en la economía mundial, según información del FMI.**b** Argentina, Brasil, Chile, México, Colombia, Venezuela y Perú.**c** Malasia, Corea, Indonesia, Tailandia, Hong Kong, Singapur, Filipinas y Taiwán.**d** Polonia, Hungría, República Checa, Eslovaquia, Letonia, Lituania, Bulgaria y Rumanía.**e** Diferenciales del EMBI de JP Morgan. América Latina incluye Argentina, Brasil, Colombia, Ecuador, México, Panamá, Perú y Venezuela. Asia incluye China, Indonesia, Irak, Kazajistán, Malasia, Pakistán, Filipinas, Sri Lanka y Vietnam. Los datos de los nuevos Estados miembros de la UE corresponden a Hungría y Polonia.**f** Datos anuales hasta 2009.

sensible mejora del sector exterior, el fuerte aumento del crédito (tanto del segmento bancario como del no bancario) y el repunte de los precios de la vivienda; en los dos últimos casos, se adoptaron medidas para su contención. Por su parte, la inflación se redujo en marzo del 3,2 % al 2,1 %. En este contexto, el Banco Popular de China introdujo nuevas operaciones de mercado abierto, para facilitar la liquidez del mercado interbancario, y en el plano fiscal se aprobó un plan encaminado a favorecer la redistribución de rentas. En el resto de Asia emergente, la tasa de crecimiento interanual del PIB del área aumentó en el cuarto trimestre de 2012 hasta situarse en el 5,1 % (4,3 % en el trimestre precedente), de forma que la expansión en el conjunto de 2012 se situó en el 4,6 % (5,7 % en 2011). En cuanto a la evolución reciente de la actividad, se aprecia cierta mejora de la producción industrial (salvo en Singapur y Corea del Sur) y de las exportaciones. La tasa de inflación interanual se moderó en el primer trimestre en las principales economías de la región. En este contexto, las políticas monetarias no presentaron variaciones de los tipos de intervención, excepto en la India, donde se redujeron en marzo en 25 pb (véase gráfico 7).

En América Latina, el PIB regional creció un 0,9 % intertrimestral en el cuarto trimestre de 2012, cuatro décimas más que en el trimestre previo, mientras que la tasa interanual se situó en el 2,8 %. En el conjunto del año, el PIB creció un 2,9 % (4,5 % en 2011). Los indicadores del primer trimestre apuntan hacia una continuidad de la dinámica sólida en Chile y Perú, y a una recuperación gradual en Argentina y Brasil, países que venían mostrando un pulso más débil. La inflación del área ha aumentado desde comienzos de año, situándose en el 6,7 % en marzo, debido, fundamentalmente, al repunte en Brasil. De los cinco países que mantienen objetivos de inflación, este país es el único donde se aprecian tensiones inflacionistas, lo que ha llevado al Gobierno a reducir impuestos sobre alimentos y al banco central a elevar su tipo de interés oficial en 25 pb, hasta el 7,50 %, después de un prolongado ciclo de descenso, que finalizó en octubre. Por el contrario, el banco central de México redujo el tipo de interés, por primera vez desde 2009, hasta el 4 %, y el de Colombia lo volvió a rebajar, hasta el 3,25 %, en un contexto de apreciación de su moneda. Este factor, que también se observa en Chile y en Perú, ha llevado a intervenciones en los mercados de cambios y a la adopción de medidas macroprudenciales en algún país. Además, en Colombia y en México se han anunciado reformas de carácter estructural y de apoyo al crédito, para impulsar el crecimiento. Por su parte, en Venezuela el Gobierno ha puesto en marcha un nuevo sistema de subasta de dólares, tras la devaluación realizada en febrero. Finalmente, en Argentina se volvieron a endurecer los controles de capital y se aplicaron nuevos controles de precios.

En el primer trimestre de 2013 se ralentizó el proceso de corrección de los indicadores de tensión financiera que se había iniciado el verano pasado, cuando el Banco Central Europeo anunció su nuevo programa de Operaciones Monetarias de Compraventa (OMC). Esta ralentización fue consecuencia de las incertidumbres en torno a la situación política creada en Italia tras las elecciones de finales de febrero y, sobre todo, de las serias dificultades que surgieron para alcanzar un acuerdo de asistencia financiera con Chipre (véase recuadro 2), incluido el potencial de contagio de algunos de los elementos que se barajaron durante la negociación de ese acuerdo. Con todo, en esta ocasión el alcance del contagio ha terminado siendo relativamente moderado, al menos a corto plazo, y no se han producido fenómenos de inestabilidad financiera severa. Pero estos episodios constituyen un recordatorio de la fragilidad de la situación y de las dificultades que todavía jalonan el complejo proceso de recuperación de la estabilidad financiera en el área del euro.

El alivio de las tensiones financieras de los últimos meses no se ha reflejado en una relación paralela de las condiciones de financiación a las que han de hacer frente las empresas no financieras y las familias, ni se ha visto acompañado tampoco por una mejora de las perspectivas económicas del área. Los indicadores más recientes sugieren una prolongación en el primer trimestre del año de la recesión iniciada a finales de 2011, si bien el ritmo de contracción de la actividad se ha visto posiblemente aminorado en relación con el último trimestre de 2012. Más a medio plazo, las predicciones disponibles apuntan que la actividad del área volverá a contraerse ligeramente en la media de 2013, si bien en un contexto de recuperación en la segunda parte del año, sustentado en la mayor fortaleza de la demanda exterior, el carácter acomodaticio de la política monetaria y la continuación del proceso de normalización de las condiciones financieras (véase recuadro 3). No obstante, la recuperación será solo modesta, condicionada por las necesidades de consolidación fiscal, el elevado endeudamiento —tanto público como privado— y las condiciones financieras excesivamente estrictas que afectan a los países más vulnerables del área. Los acontecimientos recientes en Italia y en Chipre han incrementado, por otra parte, la incertidumbre que rodea a este escenario y han acentuado los riesgos a la baja a los que está sometido.

La inflación de la zona del euro siguió reduciéndose, hasta situarse en el 1,7 % en marzo. En la coyuntura actual de notable debilidad de la actividad y de firme anclaje de las expectativas de inflación, no resulta previsible que surjan tensiones inflacionistas subyacentes en el horizonte temporal relevante para la política monetaria. Así, en sus reuniones a lo largo del trimestre, el Consejo de Gobierno del BCE dejó inalterados los tipos de interés y aseguró que mantendrá el tono acomodaticio de su política monetaria y las subastas a tipo fijo con adjudicación plena el tiempo que sea necesario. Tras su reunión de principios de abril, el BCE indicó también que realizaría un seguimiento muy atento de la información económica y monetaria que fuera surgiendo en las siguientes semanas, con vistas a evaluar su posible impacto sobre su objetivo de estabilidad de precios.

Avanzar con decisión en el camino hacia una unión monetaria más integrada, al tiempo que se realizan las reformas estructurales necesarias en el ámbito de los países miembros es esencial para la superación de la crisis del área del euro. En este sentido, en febrero se completó el paquete legislativo que debe asegurar un marco más sólido de gobernanza fiscal. Por su parte, la Comisión presentó en marzo propuestas para mejorar la *coordinación*,

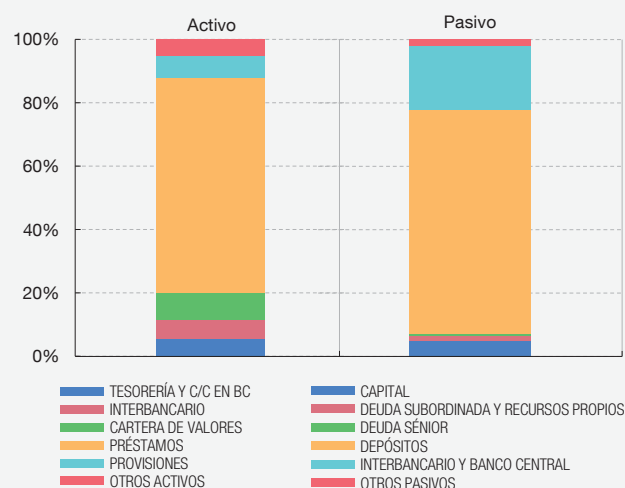
El 25 de marzo de 2013, el Eurogrupo alcanzó un acuerdo con Chipre sobre las características principales del programa de asistencia financiera y ajuste macroeconómico. El acuerdo tenía lugar tras un primer intento fallido la semana precedente que desacertadamente ponía en cuestión la prelación de los depósitos asegurados y que fue rechazado por el Parlamento chipriota, que decretó el cierre de las entidades hasta que se resolviera el grave problema de inestabilidad creado.

Las dificultades financieras de Chipre no eran nuevas. El país había perdido su acceso a los mercados en 2011, lo que obligó al Gobierno a pedir un préstamo de 2,5 mm de euros a Rusia. Posteriormente, el Gobierno solicitó formalmente asistencia financiera al Eurogrupo en junio de 2012. El proceso de negociación con Chipre ha sido inusitadamente largo —transcurrieron nueve meses desde la solicitud de asistencia financiera hasta su aproba-

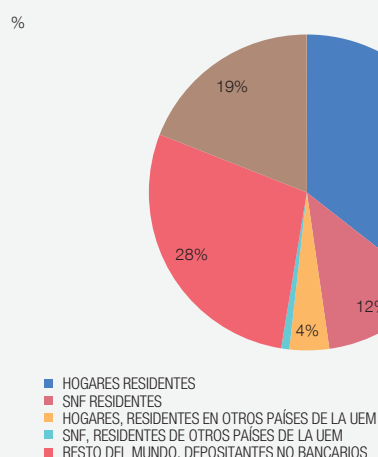
ción— y complejo, debido a las singularidades del caso, muy condicionado por un sector bancario sobredimensionado cuyas dificultades —derivadas, por una parte, del fin de una burbuja inmobiliaria alimentada por entradas de depósitos de no residentes y, por otra, de la excesiva exposición a Grecia— pusieron en cuestión la sostenibilidad de las finanzas públicas.

Las medidas acordadas tienen un doble objetivo: la estabilización del sistema financiero y garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas. El programa de asistencia proporciona a Chipre un préstamo con condicionalidad por un importe de 10 mm de euros para que el país pueda cubrir sus necesidades de financiación mientras toma las medidas necesarias para sanear su economía, y que no se podrá destinar a la recapitalización de las entidades más dañadas, Laiki y Bank of Cyprus. Está previsto que el FMI aporte 1 mm de euros al programa.

1 BALANCE DE LOS TRES MAYORES BANKS EN EL TERCER TRIMESTRE DE 2012 (a)



2 DEPÓSITOS BANCARIOS DEL SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO. SALDO EN FEBRERO DE 2013



3 INDICADORES MACROECONÓMICOS (b)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Inflación	1,9	2	2,2	2,2	4,4	0,2	2,6	3,5	3,1
Precio de la vivienda				22,1	16,9	-4,6	-1,3	-4,1	
PIB real	4,2	3,9	4,1	5,1	3,6	-1,9	1,1	0,5	-2,4
Tasa de desempleo	4,6	5,4	4,5	3,9	3,7	5,4	6,3	7,9	11,9
Balanza corriente (% del PIB)	-5,0	-5,9	-7,0	-11,8	-15,6	-10,7	-9,9	-10,4	
Activos bancarios (% del PIB)		401	466	525	651	807	744	716	700
Crédito al sector privado			11,2	23,7	30,9	8,6	6,7	7,6	4,9
Endeudamiento del sector privado (% del PIB)	168	204	200	221	242	262	278	288	
Deuda pública (% del PIB) (c)	71	69	65	59	49	59	61	71	
Déficit (% del PIB) (c)	-4,1	-2,4	-1,2	3,5	0,9	-6,1	-5,3	-6,3	

FUENTES: Banco Central Europeo, Eurostat, Comisión Europea, Banco Central de Chipre y Ministerio de Finanzas de Chipre.

a Bank of Cyprus, Cyprus Popular Bank (Laiki) y Hellenic Bank Group.

b Tasa de variación interanual, salvo indicación.

c Procedimiento de Déficit Excesivo.

No se conocen todavía los detalles de la condicionalidad macroeconómica del programa, si bien es razonable pensar que incluirá esfuerzos de consolidación fiscal significativos, más allá de las medidas ya implementadas tanto por el lado de los ingresos como por el de los gastos, con el objetivo de que el país pueda alcanzar los superávits primarios necesarios para reducir las elevadas ratios de deuda y hacer retornar las finanzas públicas a una senda sostenible. Para complementar estos esfuerzos, se prevén un nuevo impulso a las reformas estructurales, la privatización de empresas públicas, reformas adicionales del sistema de pensiones que aseguren su sostenibilidad y la eliminación de la indexación de los salarios públicos.

Bajo las condiciones del programa, el sistema bancario será sometido a una profunda reestructuración, que tiene por objetivo reducir su dimensión a la mitad y aproximarla en términos del PIB a la media de la UE en cinco años. En primer lugar, Laiki Bank —segunda entidad del país— será liquidado tras la venta de su negocio en Grecia, con la participación plena de accionistas, tenedores de bonos y depositantes no asegurados en las pérdidas, que se prevén muy elevadas por el importante déficit de capital existente. Los depósitos asegurados y la liquidez de emergencia (ELA) otorgada por el Banco Central de Chipre se han transferido a Bank of Cyprus, mientras que los depósitos que exceden 100.000 euros permanecen en un «banco malo».

Bank of Cyprus, que ha vendido también sus sucursales griegas, será sometido a un plan de reestructuración y recapitaliza-

ción, con el objetivo de alcanzar una ratio de capital del 9 %. El mecanismo de recapitalización previsto contempla la conversión de deuda —tanto subordinada como sénior— en acciones y una contribución significativa de depositantes no asegurados. En concreto, el 37,5 % de los saldos que excedan de 100.000 euros en la posición total de cada cliente en depósitos, deducidos los préstamos y líneas de crédito, se transformaría en acciones, mientras que otro 22,5 % se congela y podrá, si fuera necesario, convertirse también en capital, de forma que hasta el 60 % podrá dedicarse a absorber pérdidas. El Eurosistema garantizará la provisión de liquidez a Bank of Cyprus, siempre que su solvencia esté asegurada.

Para limitar el riesgo de retiradas masivas de depósitos y huidas de capitales una vez terminado el cierre temporal de los bancos decretado por el Gobierno, se han establecido —por vez primera en un país de la UE— restricciones a la retirada de fondos y controles estrictos a las salidas de capitales. Los límites cuantitativos a partir de los cuales se requiere autorización administrativa han ido relajándose progresivamente a la vista de la evolución de las condiciones, mientras que se mantienen las restricciones relativas a pagos con cheques. Según la regulación comunitaria, estas medidas —contrarias al libre movimiento de capitales e incompatibles con el concepto de una unión monetaria— han de ser temporales, proporcionales y no discriminatorias, por lo que es esencial que se deroguen con urgencia tan pronto como las circunstancias lo permitan.

convergencia y ejecución de las políticas estructurales, y en abril publicó los resultados de sus análisis exhaustivos en el marco del Procedimiento de Desequilibrios Macroeconómicos, que señalan a España y a Eslovenia como economías que deben acelerar dichas reformas, por presentar desequilibrios excesivos. Finalmente, la presidencia irlandesa anunció a finales de marzo la existencia de un acuerdo político provisional con el Parlamento Europeo en torno a la creación del Mecanismo Único de Supervisión, que constituye una pieza fundamental de la proyectada Unión Bancaria. Resulta imprescindible que se den los pasos adicionales necesarios para cumplir los compromisos adquiridos en la cumbre europea de junio de 2012, donde se identificó la necesidad de romper los canales de retroalimentación existente entre riesgo soberano y bancario y poner fin así a la actual fragmentación de los mercados financieros. Los próximos meses serán claves para determinar si existe el grado de ambición suficiente en el diseño del resto de elementos de la Unión Bancaria esenciales para lograr dicho objetivo, que incluyen una autoridad única y un fondo común de resolución, así como un marco de gestión de crisis eficiente y creíble, que permita actuar con rapidez para minimizar los costes de resolución de entidades y que establezca reglas claras para la distribución de las pérdidas entre los acreedores.

3.1 Evolución económica

De acuerdo con la estimación final de la Contabilidad Nacional correspondiente al cuarto trimestre de 2012, el PIB del área del euro se contrajo un 0,6 % en relación con los tres meses anteriores (véase cuadro 2). El retroceso del producto reflejó la evolución negativa

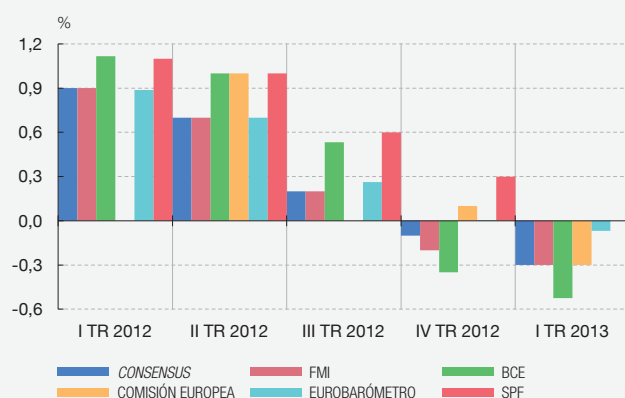
El retroceso de la actividad económica a lo largo del año pasado dejó a la zona del euro inmersa en una nueva recesión, que ya es similar en duración a la gran depresión de 2008-2009 y un trimestre más larga que la recesión de principios de los noventa, aunque todavía es menor en cuanto a su profundidad. La caída acumulada del producto hasta la actualidad ha sido del 1,2 %, magnitud muy inferior al 5,8 % registrado hace cuatro años, pero que se acerca al 1,8 % de 1992-1993. La recesión corriente comienza, sin embargo, en un momento en que ni siquiera se habían recuperado los niveles de renta previos a la recesión de 2008-2009. A lo largo del año pasado, el progresivo deterioro de la situación económica y financiera se vio reflejado en las sucesivas revisiones a la baja de las expectativas de crecimiento para el año 2013 por parte de organismos públicos y privados. Como se observa en el gráfico 1, las proyecciones para el conjunto del año fueron relativamente favorables hasta el tercer trimestre, apoyadas en una gradual normalización de las condiciones financieras y en la recuperación de la demanda externa y de la competitividad, todo ello en un entorno de política monetaria acomodaticia y de moderación de los precios de las materias primas. Sin embargo, el nuevo brote de la crisis del área del euro durante el verano llevó a una marcada corrección a la baja de las

perspectivas de crecimiento, hasta situarse a finales de año en territorio claramente negativo.

La publicación el pasado febrero, por parte de Eurostat, del avance de la Contabilidad Nacional de la zona del euro para el cuarto trimestre de 2012, con un retroceso intertrimestral del PIB del 0,6 %, empeoró aún más dichas expectativas, por el fuerte efecto base que tuvo sobre la tasa de crecimiento para el conjunto de este año. Sin embargo, no acarrió una revisión a la baja del perfil trimestral, ya que la mayoría de los analistas parece haber asumido que el dato de crecimiento, mucho peor de lo esperado, respondía en buena medida a factores de naturaleza transitoria, a pesar de que continuaba una tendencia que se había ido generalizando por países y por componentes del gasto.

El empeoramiento de las perspectivas sobre la evolución de la actividad en el año 2013 tuvo un carácter generalizado por países. Como se observa en el gráfico 2, se pasó, de esperar el verano pasado que el retroceso de la actividad se limitaría a los países más afectados por la crisis de deuda soberana (los sujetos a programa, más España e Italia), a prever a principios de este año que afectaría a todos los de

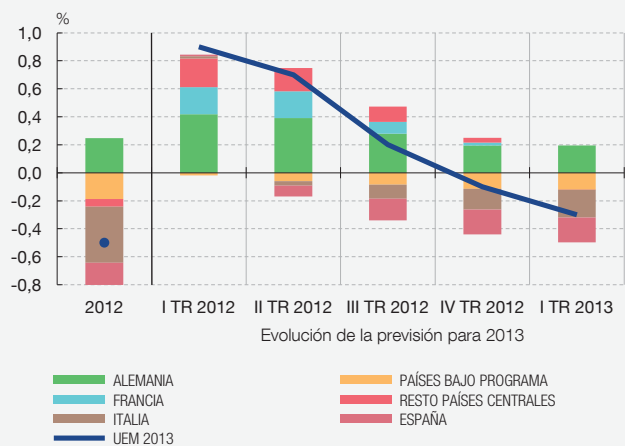
1 EVOLUCIÓN DE LAS PREVISIONES ANUALES DEL PIB PARA 2013



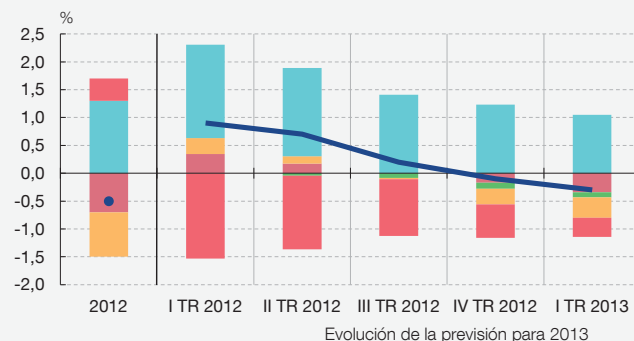
2 COMPARACIÓN DE LAS PREVISIONES TRIMESTRALES DEL PIB

	Error prev.	Revisión de la previsión para 2013 tras la publicación del PIB IV TR 2012					Última previsión intertrimestral para 2013			
		IV TR 2012	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR
CE	-0,4	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,3	0,3
CONSENSUS	-0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2	0,2
EUROBARÓMETRO	-0,3	-0,2	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0	0,1	0,2	0,2
EUROFRAME	-0,6	0,2	--	--	--	--	0,3	0,1	--	--
IFO-INSEE-ISAE	-0,2	0,0	-0,1	--	--	--	0,0	0,1	0,2	--
REUTERS	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,1	0,2	0,2

3 EVOLUCIÓN DE LAS CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO ANUAL DEL PIB PARA 2013 POR PAÍSES. CONSENSUS



4 EVOLUCIÓN DE LAS CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO ANUAL DEL PIB PARA 2013 POR EL LADO DEL GASTO. CONSENSUS



FUENTES: Banco Central Europeo, Comisión Europea, Consensus, Eurobarómetro, EuroFrame, Fondo Monetario Internacional, IFO-INSEE-ISAE, Reuters y SPF.

la UEM, excepto Alemania. La media de las predicciones de analistas privados que publica *Consensus Economics* anticipa que esta situación continuará en el primer trimestre de 2013, extendiéndose en los casos de España y de Italia al conjunto del primer semestre.

La revisión a la baja del crecimiento esperado para el año en curso también se hizo extensiva a todos los componentes del gasto. Según el gráfico 3, a mediados de 2012 se esperaba para el año siguiente una aportación positiva de todos los componentes de la demanda, mientras que en marzo la única contribución positiva venía del sector exterior. Es decir, la previsión actual para el conjunto del año muestra una composición muy similar al dato publicado para el año anterior.

En la actualidad, la mayoría de organismos internacionales y analistas privados esperan una recuperación, aunque modesta, de la actividad en la UEM a partir de la segunda mitad del año 2013, apoyada en la recuperación de la demanda mundial, el tono acomodaticio de la política monetaria y la normalización progresiva de las condiciones financieras en un entorno de mayor estabilidad. No obstante, el carácter tan generalizado del retroceso experimentado a finales de 2012, la incertidumbre en torno a la situación política en Italia y al impacto del rescate a Chipre, así como un cierto empeoramiento de los indicadores coyunturales durante las últimas semanas, habrían aumentado la incertidumbre en torno a este escenario y acentuado los riesgos a la baja.

de la demanda interna y de las exportaciones. En términos de contribuciones, la primera —excluidas las existencias— detrajo 0,5 pp a la variación del PIB, mientras que la demanda exterior neta tuvo una aportación nula, ya que la disminución de las importaciones compensó la evolución desfavorable de las exportaciones. La caída del PIB se extendió a todas las ramas productivas y fue compartida por la mayor parte de los países del área del euro.

En el promedio del año, el PIB se redujo un 0,5 %, frente al crecimiento del 1,5 % del año anterior. La demanda interna tuvo una fuerte aportación negativa a la variación del PIB, contrarrestada parcialmente por la de la demanda exterior neta, como consecuencia, en gran parte, de la caída de las importaciones, ya que las exportaciones se ralentizaron. Los países más afectados por la crisis del área, con la excepción de Irlanda, sufrieron una profunda recesión en 2012, con fuertes retrocesos del consumo y de la inversión, mientras que las exportaciones siguieron creciendo. La contracción se extendió también, aunque con un tono más moderado, a otros países que presentan desequilibrios según el *Informe sobre el Mecanismo de Alerta* publicado a finales de 2012, como son Bélgica, Finlandia, Francia y Holanda. En Alemania y en Austria la actividad también se desaceleró, pero experimentó un crecimiento anual positivo (véase gráfico 8).

Según los datos de la Contabilidad Nacional, el empleo se redujo un 0,3 % en la última parte de 2012 respecto a los meses del verano. En el promedio del año, cayó un 0,7 % y la productividad del trabajo apenas varió. Los costes laborales se aceleraron, a pesar de que el crecimiento de la remuneración por asalariado fue leve. En línea con el debilitamiento de la demanda interna, los márgenes brutos de explotación se contrajeron, lo que contribuyó a contener los precios finales, por lo que el deflactor del PIB aumentó por debajo de los costes laborales unitarios (véase gráfico 8).

En el primer trimestre del año en curso, los indicadores económicos se mantuvieron en niveles bajos, si bien experimentaron, en media, una mejora con respecto al nivel observado en los últimos meses de 2012, que se fue desvaneciendo a medida que avanzaba el trimestre (véase gráfico 9). Desde el lado de la oferta, la producción industrial dejó de caer en la media de enero y febrero. Los indicadores de confianza de la industria y los servicios elaborados por la Comisión Europea y los índices PMI registraron un incremento en el

	2011		2012				2013	
	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR
Contabilidad Nacional (tasas de variación intertrimestral, salvo indicación contraria)								
Producto interior bruto	0,1	-0,3	-0,1	-0,2	-0,1	-0,6		
Consumo privado	0,3	-0,7	-0,2	-0,5	-0,2	-0,5		
Consumo público	-0,1	0,0	-0,1	-0,3	-0,1	0,1		
Formación bruta de capital fijo	-0,4	-0,5	-1,4	-1,6	-0,8	-1,2		
Importaciones	0,5	-1,2	-0,4	0,6	0,1	-0,9		
Exportaciones	1,3	0,0	0,5	1,7	0,9	-0,8		
Contribuciones a la variación intertrimestral del PIB (pp)								
Demanda interna, excluidas existencias	0,0	-0,5	-0,4	-0,7	-0,3	-0,5		
Variación de existencias	-0,3	-0,3	-0,1	0,0	-0,2	-0,1		
Demanda exterior neta	0,4	0,5	0,4	0,5	0,4	0,0		
PIB (tasa de variación interanual)	1,3	0,6	-0,1	-0,5	-0,7	-0,9		
Indicadores de actividad (datos medios del trimestre)								
IPI ajustado de días laborables y estacionalidad	0,3	-1,5	-0,6	-0,5	0,1	-2,1	-0,1	
Sentimiento económico	99,3	94,5	95,4	92,4	87,4	87,0	90,2	
PMI compuesto	50,3	47,2	49,6	46,4	46,3	46,5	47,7	
Empleo	-0,2	-0,2	-0,3	-0,1	-0,1	-0,3		
Tasa de paro	10,2	10,6	10,9	11,3	11,5	11,8	12,0	
Indicadores de precios (variación interanual de datos de fin de período)								
IAPC	3,0	2,7	2,7	2,4	2,6	2,2	1,7	
IPRI	5,7	4,5	3,9	2,3	2,9	2,2	1,3	
Precio del petróleo (valor en dólares)	114,8	108,7	126,8	95,7	113,2	110,9	109,6	104,3
Indicadores financieros (datos de fin de período)								
Rendimiento deuda pública a diez años UEM	4,0	4,1	3,3	3,4	2,3	2,1	3,0	2,8
Diferencial deuda pública a diez años EEUU-UEM	-2,06	-2,17	-1,12	-1,81	-0,72	-0,36	-1,17	-1,13
Tipo de cambio dólar/euro	1,350	1,294	1,336	1,259	1,293	1,319	1,281	1,312
Apreciación/depreciación del TCEN-20 (b)	0,7	-2,1	0,9	-2,4	-2,3	-0,4	0,2	1,8
Índice Dow Jones EUROSTOXX 50 (b)	-22,0	-17,1	6,9	-2,2	5,9	13,8	-0,5	-2,3

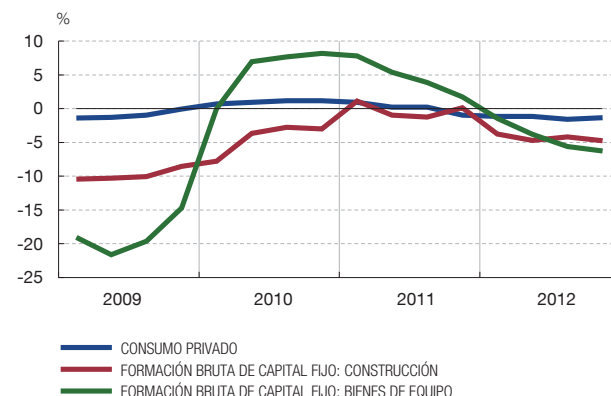
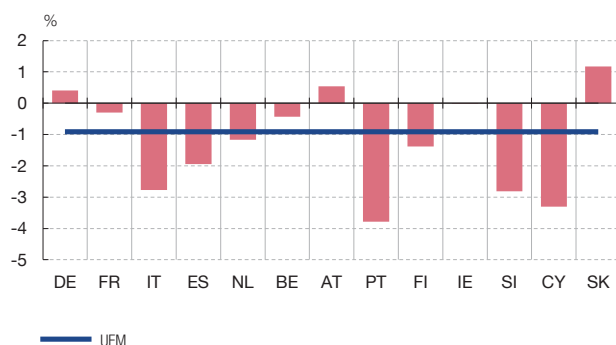
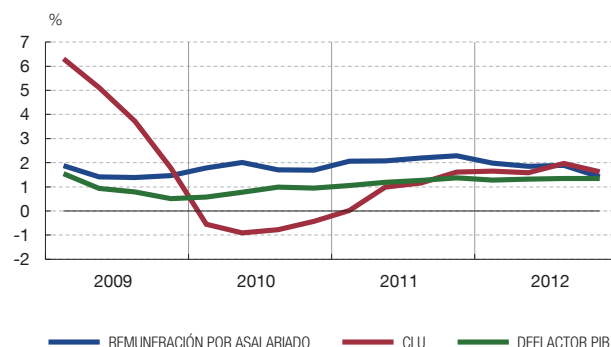
FUENTES: Comisión Europea, Eurostat, Markit Economics, Banco Central Europeo y Banco de España.

a Información disponible hasta el día 19 de abril de 2013.

b Variación porcentual acumulada en el año.

promedio de los primeros meses de 2013 respecto al último trimestre del año, pero tras perder fuerza en febrero terminaron retrocediendo en marzo.

Los indicadores de demanda, todavía muy incompletos, mostraron cierta estabilización en los niveles reducidos de los últimos meses de 2012. Las ventas al por menor apenas crecieron en la media de enero y febrero, y los indicadores de confianza de los consumidores de la Comisión Europea, que habían repuntado en enero, se estabilizaron en febrero y marzo muy por debajo de sus niveles a largo plazo. La debilidad de la renta real disponible (muy erosionada por la caída del empleo y, en algunos países, por los recortes salariales en el sector público) y los aumentos de impuestos ante la necesidad de reducir los déficits presupuestarios están afectando notablemente al consumo privado. Por lo que se refiere a los indicadores de inversión, la valoración de la cartera de pedidos de la industria retrocedió en marzo lo que había avanzado en enero y febrero, mientras que el grado de utilización de la capacidad productiva mejoró ligeramente en el primer trimestre del año, pero se encuentra en unos niveles que sugieren una actividad inversora muy tenue,

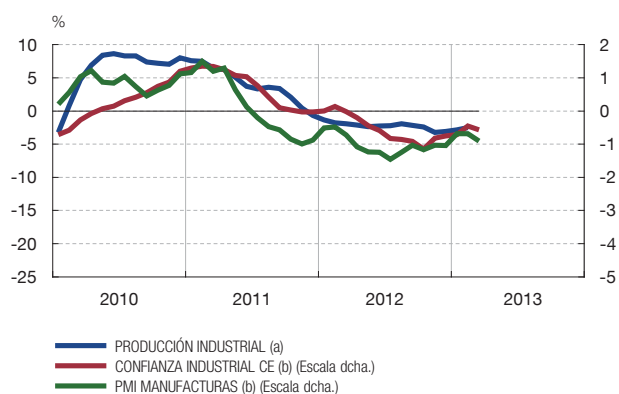
PRODUCCIÓN Y EMPLEO
Tasas de variación interanualCONSUMO PRIVADO E INVERSIÓN
Tasas de variación interanualTASAS DE VARIACIÓN INTERANUAL DEL PIB
Cuarto trimestre de 2012SALARIOS Y COSTES
Tasas de variación interanual

FUENTES: Eurostat y estadísticas nacionales.

afectada por el entorno de elevada incertidumbre y demanda muy débil. Por último, las exportaciones de bienes volvieron a crecer a principios del año, en línea con la mayor fortaleza del comercio mundial y con lo que avanzaban para el primer trimestre los indicadores de expectativas de exportación y, en menor medida, la cartera de pedidos exteriores en la industria.

En definitiva, la información coyuntural más reciente sugiere que el PIB continuó contrayéndose en los primeros meses de 2013, aunque a un ritmo menor que el de la última parte del ejercicio anterior. Más a medio plazo, la recuperación que los diferentes organismos internacionales y la mayoría de analistas privados anticipan para la segunda parte del año vendrá impulsada por el tono acomodaticio de la política monetaria, por la mayor fortaleza del comercio mundial y por el necesario afianzamiento de la confianza a medida que se avance en la resolución de la crisis financiera. De todas formas, la demanda interna seguirá siendo débil por el proceso de desapalancamiento y de consolidación fiscal en curso en algunos países. En torno a estas perspectivas predominan los riesgos a la baja. Los más relevantes están relacionados con una posible evolución más desfavorable de la demanda procedente del exterior o una potencial agudización de la crisis financiera, que podría venir asociada a un deterioro de la confianza como consecuencia de una implementación no suficientemente ambiciosa y decidida de las reformas acordadas.

INDICADORES DE ACTIVIDAD INDUSTRIAL



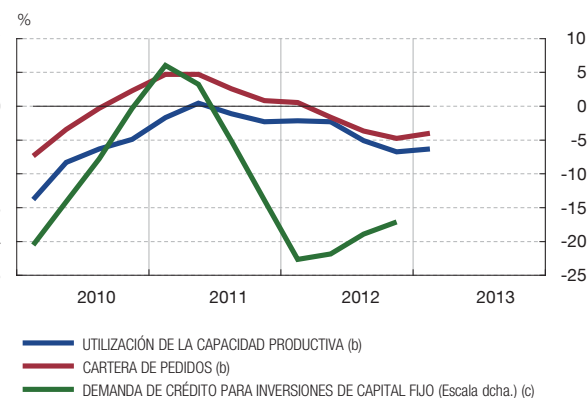
INDICADORES DEL SECTOR SERVICIOS



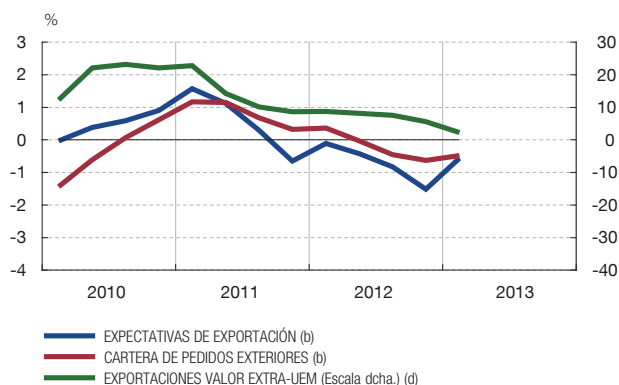
INDICADORES DE CONSUMO



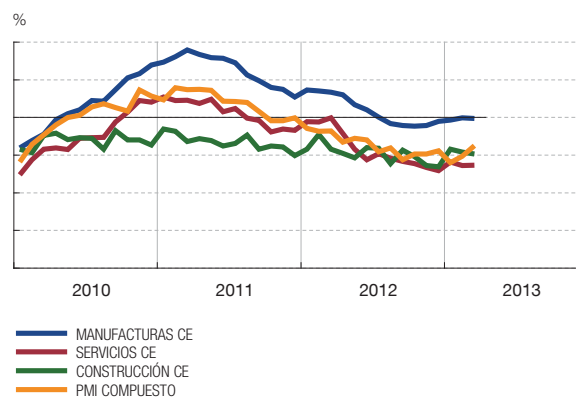
INDICADORES DE INVERSIÓN



INDICADORES DE EXPORTACIONES



INDICADORES DE EXPECTATIVAS DE EMPLEO (b)



FUENTES: Comisión Europea, Eurostat y Markit Economics.

a Tasas interanuales, sin centrar, calculadas sobre la media móvil trimestral de la serie ajustada de estacionalidad.

b Series normalizadas.

c Encuesta sobre Préstamos Bancarios. Indicador = porcentaje de entidades que señalan aumento considerable + porcentaje de entidades que señalan cierto aumento $\times 0,5$ - porcentaje de entidades que señalan un cierto descenso $\times 0,5$ - porcentaje de entidades que señalan un descenso considerable. Un valor positivo significa aumento.

d Tasas interanuales de la serie original. Media trimestral.

La tasa interanual de inflación del área del euro se situó en el 1,7 % en marzo, cinco décimas por debajo de la registrada en diciembre del año pasado. La inflación subyacente, medida por el índice general, que excluye alimentos no elaborados y energía, se estabilizó en marzo en el 1,6 %, la misma tasa con la que se cerró el año 2012 (véase gráfico 10).

	2013		2014	
	PIB	IAPC	PIB	IAPC
Eurosistema (marzo de 2013)	-0,9-(-0,1)	1,2-2,0	0,0-2,0	0,6-2,0
Comisión Europea (febrero de 2013)	-0,3	1,8	1,4	1,5
FMI (abril de 2013)	-0,3	1,7	1,1	1,5
OCDE (noviembre de 2012)	-0,1	1,6	1,3	1,4
Consensus Forecast (abril de 2013)	-0,4	1,7	0,9	1,6
Eurobarómetro (abril de 2013)	-0,3	1,7	1,1	1,7

FUENTES: Banco Central Europeo, Comisión Europea, Consensus Forecast, Fondo Monetario Internacional, MJ Economics y Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

a Tasas de variación anual.

ADMINISTRACIONES PÚBLICAS DEL ÁREA DEL EURO: SALDOS PRESUPUESTARIOS Y DEUDA PÚBLICA (a)

CUADRO 4

% del PIB

	2010	2011		2012		2013	
		CE (b)	CE (b)	FMI (c)	PE (d)	CE (b)	FMI (c)
Bélgica	-3,9	-3,9	-3,1	-4,0	-2,8	-3,2	-2,6
Alemania	-4,2	-0,8	0,1	0,2	-0,9	-0,2	-0,3
Estonia	0,2	1,2	-0,5	-0,2	-2,2	-0,3	0,4
Irlanda	-30,9	-13,3	-7,7	-7,7	-8,2	-7,3	-7,5
Grecia	-10,8	-9,5	-6,7	-6,4	-6,7	-4,6	-4,6
España	-9,7	-9,5	-10,2	-10,3	-5,3	-6,7	-6,6
Francia	-7,1	-5,2	-4,6	-4,6	-4,4	-3,8	-3,7
Italia	-4,3	-3,8	-2,8	-3,0	-1,7	-2,0	-2,6
Chipre	-5,3	-6,3	-5,5	-4,8	-2,6	-4,5	-5,6
Luxemburgo	-0,8	-0,3	-1,5	-2,5	-1,8	-0,9	-1,8
Malta	-3,6	-2,7	-2,6	-2,5	-2,2	-3,0	-2,2
Holanda	-5,0	-4,4	-4,0	-4,1	-4,6	-3,5	-3,4
Austria	-4,5	-2,5	-3,0	-2,5	-3,0	-2,5	-2,2
Portugal	-9,8	-4,4	-5,0	-4,9	-4,5	-4,9	-5,5
Eslovenia	-5,7	-6,4	-4,5	-3,2	-3,5	-5,2	-6,9
Eslovaquia	-7,7	-4,9	-4,8	-4,9	-4,6	-3,3	-3,2
Finlandia	-2,8	-1,1	-1,9	-1,7	-1,2	-1,7	-2,0
PRO MEMORIA: UEM							
Saldo primario	-3,4	-1,1	-0,4	-0,8		0,4	0,0
Saldo total	-6,2	-4,1	-3,5	-3,6	-3,0	-2,8	-2,9
Deuda pública	85,6	88,1	93,1	92,9	91,1	95,2	95,0

FUENTES: Comisión Europea, Eurostat y Fondo Monetario Internacional.

a Déficit (-)/superávit (+). Se han sombreado las celdas en las que el déficit supera el 3 % del PIB.

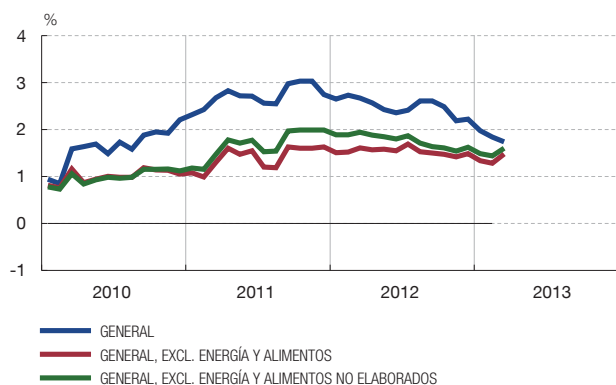
b Previsiones de la Comisión Europea de invierno de 2012.

c Previsiones del Fondo Monetario Internacional de abril de 2013.

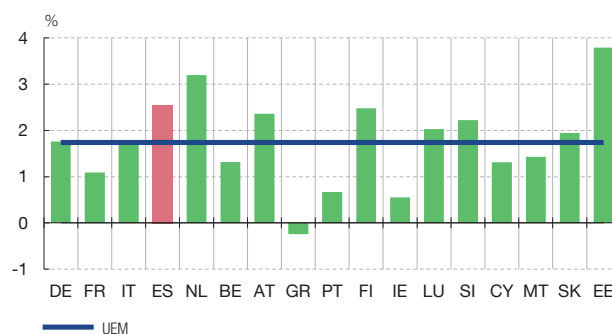
d Notificación del Procedimiento de Déficit Excesivo de abril de 2012.

Por otro lado, los precios industriales subieron un 1,3 % en febrero, casi un punto menos que en diciembre, debido al menor avance de los precios de la energía, de los precios intermedios y de los precios de los bienes de consumo duradero. A medio plazo, se espera que la inflación siga reduciéndose en los próximos meses por el efecto de los descensos en los precios de la energía y de los componentes alimenticios, en un entorno de

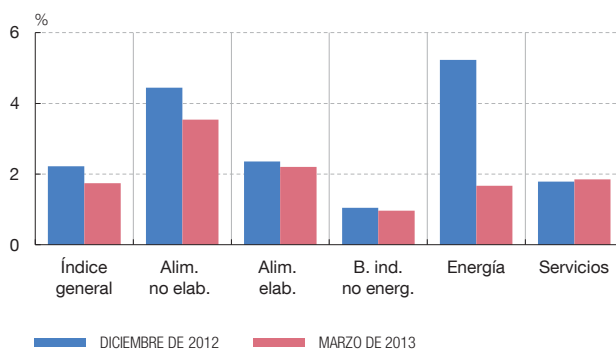
ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS DE CONSUMO



IAPC GENERAL
(Marzo de 2013)



IAPC Y SUS COMPONENTES



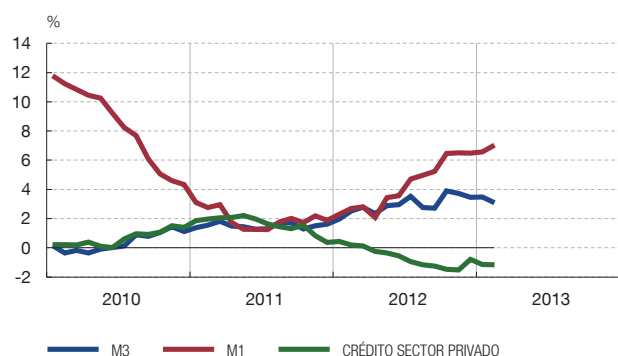
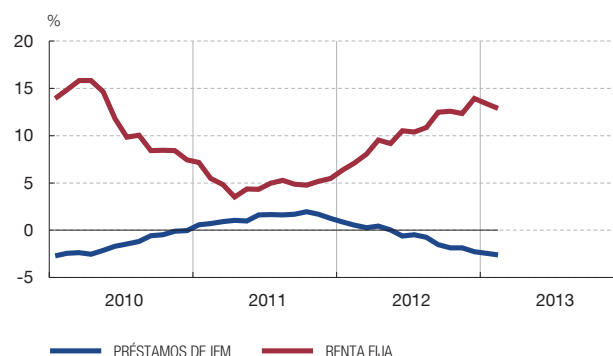
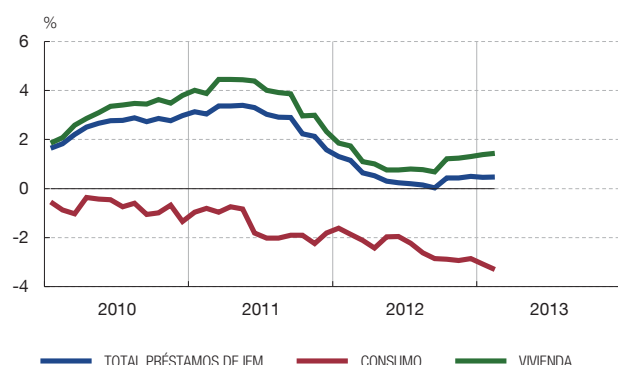
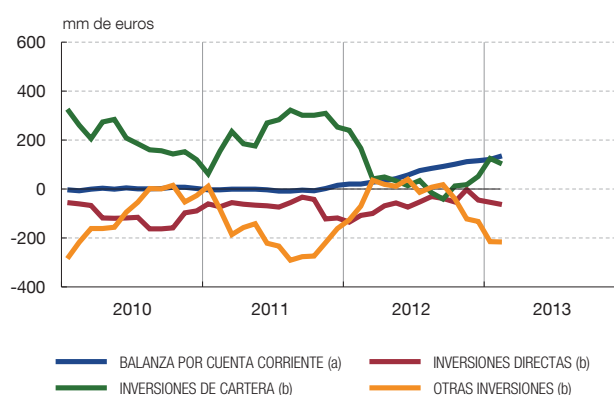
OTROS INDICADORES DE PRECIOS



FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

debilidad de la actividad económica. Los riesgos sobre este escenario se consideran equilibrados, al compensarse los efectos sobre los precios de una posible mayor debilidad de la actividad económica con los riesgos al alza relacionados con nuevas subidas de los precios administrados y los impuestos indirectos, así como un mayor aumento de los precios del petróleo. Las expectativas de inflación a largo plazo se mantienen firmemente ancladas en niveles compatibles con el objetivo de estabilidad de precios.

La balanza por cuenta corriente de la UEM, de acuerdo con las estimaciones publicadas por el BCE, acumuló entre enero y febrero de 2013 un superávit de 6,5 mm de euros (un 0,4 % del PIB de la UEM), lo que contrasta con el déficit acumulado de 12,9 mm de euros (0,8 % del PIB) observado en el mismo período del año anterior. Esta mejora obedeció a que, con la excepción de la balanza de transferencias corrientes, cuyo déficit aumentó, el resto de componentes mostró un comportamiento más favorable. En relación con la cuenta financiera, las salidas netas de capital en forma de inversión directa ascendieron a 9,9 mm de euros entre enero y febrero, frente a unas entradas de 9 mm durante el mismo período de 2012, mientras que en forma de inversión de cartera se produjo una entrada neta de 20,1 mm de euros, frente a las salidas de 30,8 mm del mismo período del año anterior. Con todo, el saldo positivo de la balanza básica, que aúna estos dos tipos de inversiones más la balanza por cuenta corriente, aumentó hasta los 16,7 mm de euros, tras el déficit de 34,7 mm registrado entre enero y febrero de 2012 (véase gráfico 11).

AGREGADOS MONETARIOS Y CREDITICIOS
Tasas de variación interanualFINANCIACIÓN DE SOCIEDADES NO FINANCIERAS
Tasas de variación interanualFINANCIACIÓN DE HOGARES
Tasas de variación interanualBALANZA DE PAGOS
Acumulado de los últimos doce meses

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- a Un signo positivo (negativo) indica un superávit (déficit) de la balanza por cuenta corriente.
b Entradas menos salidas de capital. Un signo positivo (negativo) indica una entrada (salida) neta de capital.

Durante el trimestre se han producido avances significativos en el proceso en marcha de revisión y de reforma en profundidad del diseño institucional y de la gobernanza de la UEM. En relación con la Unión Bancaria, ya existe un acuerdo provisional con el Parlamento, que tendrá que ser aprobado por los Estados miembros, en lo que se refiere al Mecanismo Único de Supervisión (MUS) y se está trabajando en diseñar el marco operativo para que el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) tenga la posibilidad de recapitalizar directamente a las entidades que lo necesiten, una vez que el BCE asuma sus nuevos cometidos de supervisor único. También se está avanzando en el diseño del Mecanismo Único de Resolución, sobre el que la Comisión ha de hacer una propuesta en junio de 2013. Un paso de especial trascendencia en materia de gobernanza ha sido la aprobación en febrero del denominado «two-pack», que permitirá una mayor coordinación y supervisión de los procesos presupuestarios de los Estados miembros, al conceder a la Comisión capacidad para exigir una revisión de los planes fiscales si detecta un incumplimiento grave de las obligaciones contraídas en virtud del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. En esta misma línea, la Comisión ha propuesto un marco para mejorar la *coordinación, convergencia y ejecución* de las políticas estructurales, así como la creación de un *instrumento de convergencia y competitividad* de apoyo financiero para la implementación de reformas estructurales que fomenten el crecimiento sostenible.

En 2012, el déficit de las Administraciones Públicas del conjunto de la zona del euro se redujo hasta el 3,5 % del PIB, 0,7 pp inferior al observado el año anterior. En términos estructurales la corrección fue mucho mayor, de 1,5 pp del PIB, ya que la consolidación presupuestaria se produjo en un contexto de fuerte deterioro de la situación económica en la mayoría de los países. La contención del déficit del conjunto de la UEM reflejó principalmente un aumento de los ingresos públicos, y en especial de los impuestos directos. En cambio, los gastos de las AAPP en porcentaje del PIB aumentaron ligeramente como consecuencia del incremento de los gastos sociales y de los pagos por intereses, que fue mayor que el retroceso de los gastos salariales y en inversión pública. Según los planes presupuestarios de los gobiernos, el déficit público registrará un nuevo recorte en 2013, hasta situarse por debajo del 3 % del PIB, si bien el endeudamiento público continuará incrementándose, hasta alcanzar un 95 % del PIB.

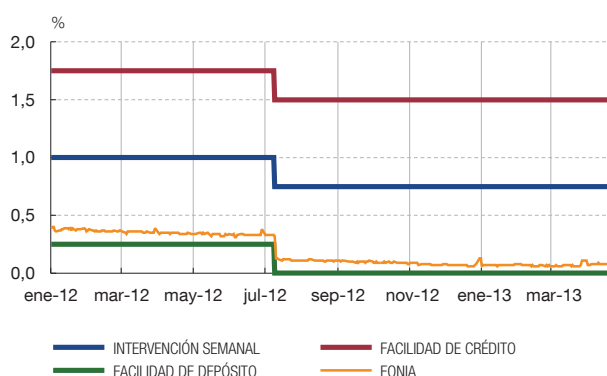
Por países, los resultados alcanzados evidencian las dificultades existentes para cumplir los compromisos adquiridos en el marco del Procedimiento de Déficit Excesivo, en un contexto de recesión o crecimiento muy reducido. Además de Alemania, que registró prácticamente un equilibrio presupuestario, el déficit de Italia descendió hasta situarse por debajo del valor de referencia del 3 % del PIB en 2012, si bien sus niveles de deuda permanecen en registros muy elevados. En Irlanda y en Grecia se produjeron descensos del déficit muy significativos, mientras que en Portugal se registró un ligero ascenso. De acuerdo con las recomendaciones de la CE, esta última economía habrá de buscar medidas alternativas para la contención del déficit, tras la reciente declaración de inconstitucionalidad de algunos de los recortes de gasto previstos para 2013.

3.2 Evolución monetaria y financiera

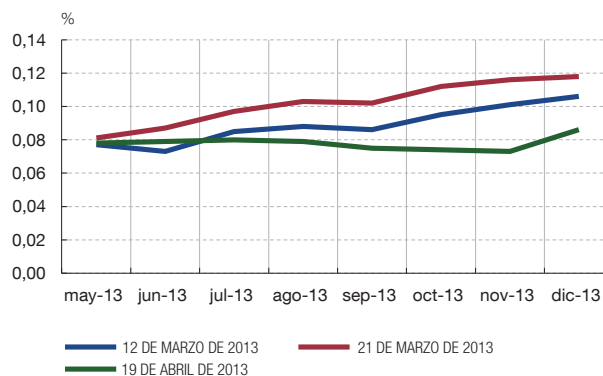
El carácter acomodaticio de la política monetaria convencional, junto con las medidas no convencionales adoptadas por el BCE en respuesta al agravamiento de la situación financiera en el verano de 2012, facilitaron el inicio de una tendencia a la normalización de las condiciones financieras, que se mantuvo, si bien de forma más atenuada, en el primer trimestre de 2013, en un contexto de elevada incertidumbre. Así, el año comenzó con una clara mejora de las condiciones financieras, reflejada en el retorno de los flujos de capital internacional hacia los países más vulnerables. Las primas de riesgo de la deuda soberana se redujeron y aumentaron los depósitos y las emisiones de deuda de los bancos en algunos países sometidos a mayores tensiones. Estos avances permitieron reducir la dependencia de la financiación del Eurosistema, como lo reflejan las devoluciones anticipadas de una parte de la liquidez obtenida en las dos operaciones de financiación a tres años. Con todo, a pesar de la mejora de los indicadores de fragmentación financiera, la transmisión del tono acomodaticio de la política monetaria al coste de financiación minorista de las economías que confrontan mayores dificultades continuó siendo incompleta. A partir de febrero, las incertidumbres originadas en torno a la situación política de Italia y las dificultades para acordar un programa de asistencia financiera a Chipre produjeron una interrupción en el proceso de normalización de las condiciones financieras, si bien, en esta ocasión, el contagio entre economías se mantuvo en niveles relativamente moderados.

El Consejo de Gobierno del BCE mantuvo la orientación expansiva de la política monetaria en los primeros meses del año, al considerar que las expectativas de inflación estaban bien ancladas y que la situación de debilidad económica en el área del euro hacía improbable que pudieran surgir presiones inflacionistas en el medio plazo. Así, el tipo de las operaciones principales de financiación se mantuvo en el 0,75 %, y el de las facilidades de depósito y de crédito, en el 0 % y el 1,5 %, respectivamente (véase gráfico 12). Además, el Consejo confirmó que el Eurosistema prolongará durante el tiempo que sea necesario la provisión amplia de liquidez a través del procedimiento de subasta a tipo fijo con adjudicación plena

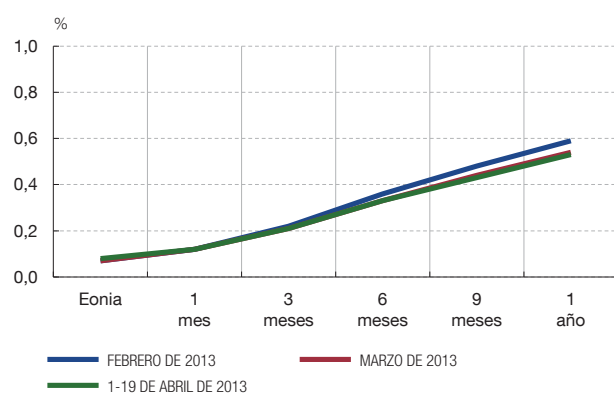
EONIA Y TIPOS DE INTERÉS DEL BCE



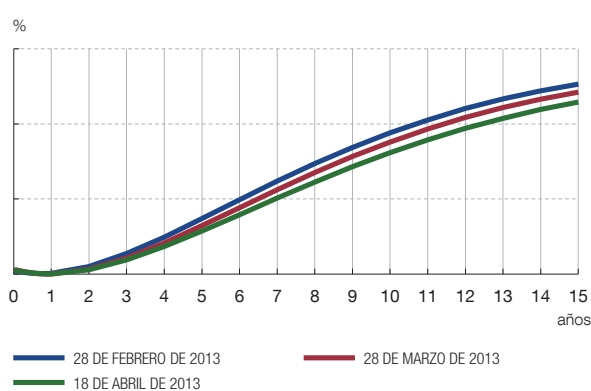
TIPO EONIA ESPERADO PARA LOS OCHO SIGUIENTES PERÍODOS DE MANTENIMIENTO



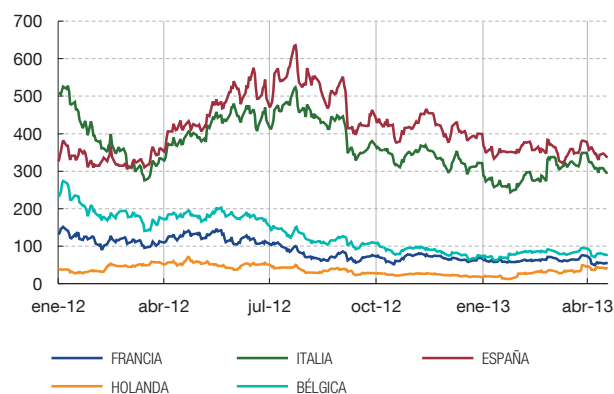
MERCADO INTERBANCARIO



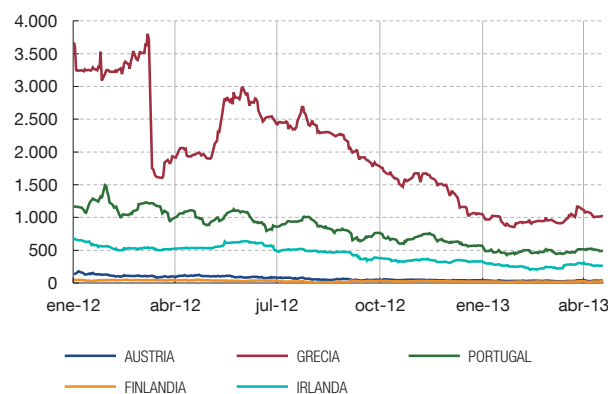
CURVA CUPÓN CERO (a)



DIFERENCIALES SOBERANOS RESPECTO A ALEMANIA



DIFERENCIALES SOBERANOS RESPECTO A ALEMANIA



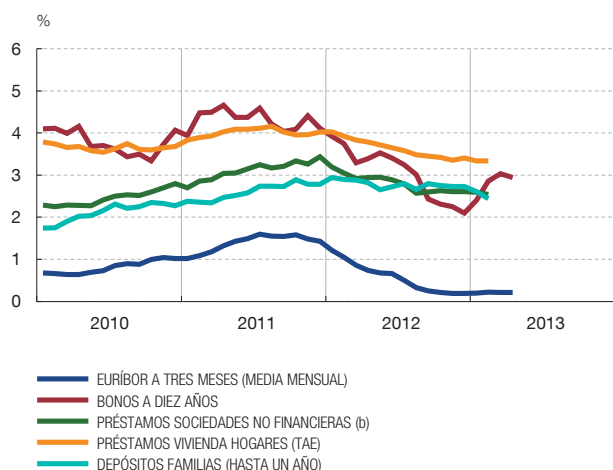
FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a Estimación realizada por el Banco Central Europeo con datos del mercado de swaps.

y enfatizó la importancia de una rápida implementación del Mecanismo Único de Supervisión y del Mecanismo Único de Resolución, aspectos fundamentales de la Unión Bancaria.

En los primeros meses del año, los diferenciales de los bonos a tres años, tramo en el que el denominado «riesgo de convertibilidad del euro» se manifestó de manera más evidente en el verano de 2012, se mantuvieron relativamente constantes en niveles próximos a los

EURÍBOR Y TIPOS DE INTERÉS BANCARIOS (a)



DIFERENCIAL DE RENTABILIDAD DE LOS BONOS CORPORATIVOS CON RESPECTO A LOS SWAP ASSETS



ÍNDICE EUROSTOXX 50 Y VOLATILIDAD IMPLÍCITA



TIPOS DE CAMBIO NOMINALES DEL EURO



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a Correspondientes a nuevas operaciones.

b Tipos de interés variables y con período inicial de fijación de tipos hasta un año.

vigentes antes del inicio de la recesión a finales de 2011. Por su parte, los diferenciales de los bonos a diez años se redujeron solo moderadamente en el promedio del trimestre, y se observó una cierta reversión de los avances a raíz de la incertidumbre política generada primero en Italia y luego en Chipre. Con todo, el contagio asociado a estos episodios fue relativamente moderado en lo que concierne a los mercados de deuda.

La tendencia alcista que los índices de los mercados bursátiles mantenían desde mediados de 2012 también se interrumpió en el trimestre. Desde principios de febrero, el EUROSTOXX 50 retrocedió cerca de un 5 %, tras haber acumulado una revalorización del 28 % desde el verano pasado. La evolución del tipo de cambio mostró un patrón similar. Tras acumular una apreciación frente al dólar y en términos efectivos de un 13 % y un 8 %, respectivamente, esta tendencia revertió a partir de febrero, pasando a depreciarse alrededor del 4 % el primero, y del 2 % el efectivo nominal (véase gráfico 13).

La debilidad de la actividad económica y la incertidumbre, así como las necesidades de desapalancamiento del sector privado en algunas economías del área, siguieron lastrando la demanda de financiación de empresas no financieras y familias. Estos factores, junto

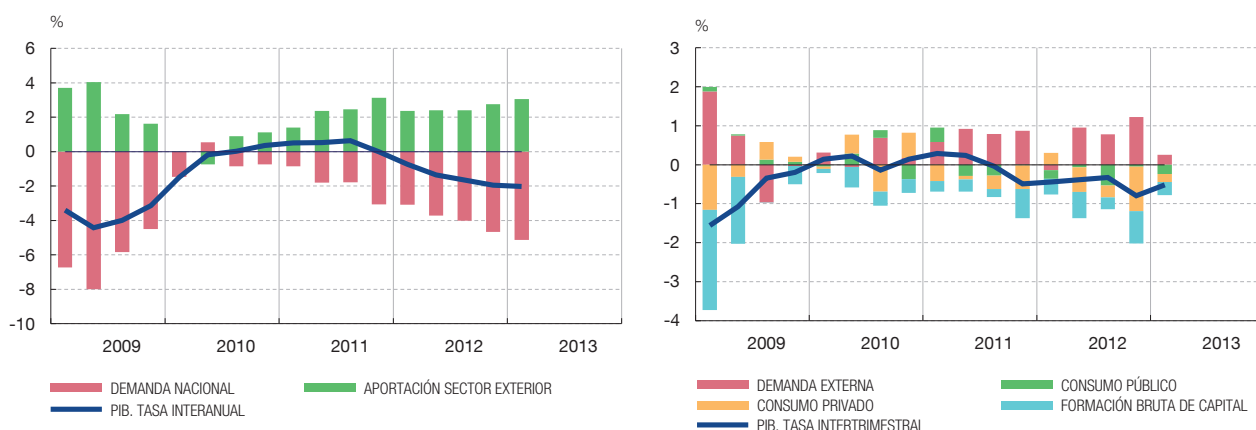
con el carácter restrictivo de la oferta de crédito bancario, especialmente en los países sometidos a mayores tensiones financieras, determinaron el ritmo contenido de la evolución de los préstamos, particularmente para las empresas pequeñas y medianas, que son precisamente las que muestran una mayor dependencia de la financiación bancaria, al tener mayores dificultades para acceder al mercado de capitales. La contracción de los préstamos a las empresas alcanzó el 1,4 % interanual en febrero, al tiempo que las emisiones de valores de deuda en los mercados crecieron por encima del 13 % en febrero. En el caso de los hogares, el crecimiento interanual de los préstamos bancarios se mantuvo en una tasa reducida del 0,5 %, con una caída superior al 3 % de los fondos prestados para el consumo.

La información disponible, aún incompleta, acerca de la evolución de la economía española en el primer trimestre del año apunta a una nueva contracción de la actividad, que, sin embargo, habría sido de menor magnitud que la observada en el cuarto trimestre de 2012. En concreto, el PIB habría disminuido un 0,5 % en tasa intertrimestral, tres décimas menos que en el período octubre-diciembre (véase gráfico 14). Esta moderación de la caída del producto se habría sustentado, fundamentalmente, en la reversión de los efectos de varios factores que lastraron el comportamiento de la demanda interna y, en particular, del consumo privado en el tramo final de 2012. Esos factores incluyeron la reducción del gasto de los hogares tras la subida del IVA en septiembre y la supresión de la paga extraordinaria de diciembre de los empleados públicos. No obstante, la compresión de las rentas de los hogares, en un contexto de marcada debilidad del mercado de trabajo, el elevado nivel de endeudamiento del sector y el mantenimiento de unas condiciones financieras estrictas continuaron ejerciendo un efecto negativo sobre el consumo privado. Asimismo, la formación bruta de capital mostró un comportamiento menos contractivo al inicio de 2013 que al final del pasado año. Todo ello se tradujo en un descenso del 0,8 % de la demanda nacional, tras el fuerte retroceso del 2 % en el cuarto trimestre de 2012, si bien esta mejoría podría haberse visto atenuada en el tramo final del trimestre, a tenor del perfil decreciente de algunos indicadores cualitativos.

Por lo que respecta a los intercambios comerciales con el resto del mundo, la recuperación de los mercados exteriores en el conjunto del trimestre permitió un comportamiento más favorable de las exportaciones, aunque, al igual que en el caso de la demanda interna, es asimismo probable que este componente se hubiera debilitado al final del período considerado. En todo caso, la menor debilidad de las importaciones determinó una disminución de la aportación del saldo neto exterior al crecimiento del producto, que pudo haberse situado en 0,3 pp, 9 décimas menos que en el trimestre precedente.

Se estima que, en tasa interanual, el retroceso del producto en el primer trimestre de 2013 se aceleró en una décima hasta el -2 %, en tanto que la caída del empleo se moderó en 0,2 pp hasta el -4,5 %. En el conjunto de la economía, la tasa de variación de la remuneración por asalariado repuntó del -3 % hasta el 0,6 %, como reflejo mecánico del descenso observado en las ramas no de mercado al final de 2012, que provocó la supresión de la paga extraordinaria de diciembre de los empleados públicos. En la economía de mercado, la remuneración por asalariado habría crecido un 0,8 %, debido al aumento de las bases máximas de cotización, que habría afectado al componente no salarial de los costes laborales, mientras que el componente salarial habría prolongado la pauta de moderación. Este repunte de la remuneración por asalariado, junto con el menor crecimiento de la productividad en estas ramas, habría dado lugar a una cierta ralentización en el descenso de los costes laborales unitarios.

En cuanto al comportamiento de los precios, la tasa interanual del IPC disminuyó 4 décimas entre diciembre de 2012 y marzo de este año, hasta situarse en el 2,4 %, debido a la moderación del componente energético. Por el contrario, la aceleración del componente de los servicios en marzo, como consecuencia de que la Semana Santa se celebrara este año en ese mes y en 2012 en abril, dio lugar a un repunte del IPSEBENE de 0,2 pp en el primer trimestre. El diferencial entre la inflación española y la del conjunto del área del euro, medido por el IAPC, fue de 0,9 pp en marzo, una décima más que al cierre de 2012.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

En todo caso, una vez descontado el impacto de las alzas de tipos del IVA y de los precios administrados, el comportamiento subyacente de la inflación fue más moderado que el que se desprende de estas cifras, prolongando la tendencia descendente que se viene observando desde finales de 2011.

4.1 Demanda

El consumo de los hogares moderó notablemente su ritmo de caída en el primer trimestre de este año, tras el fuerte descenso registrado a finales de 2012 (véase gráfico 15). En concreto, a la luz de la evolución de los indicadores conocidos hasta ahora, se estima que este componente de la demanda habría experimentado un retroceso intertrimestral del $-0,3\%$ frente al -2% registrado el trimestre anterior. En términos interanuales, el descenso estimado se situaría en el $-3,9\%$. Entre los indicadores cualitativos, la confianza de los consumidores mejoró en el promedio de los tres primeros meses del año, aunque el grueso del avance tuvo lugar en enero. Por su parte, el nivel medio del indicador de confianza de los comerciantes minoristas en el primer trimestre de 2013 coincidió con el del último de 2012. En cuanto a los indicadores cuantitativos, las matriculaciones de automóviles particulares aumentaron un $7,2\%$ en tasa intertrimestral, en términos de la serie corregida de variaciones estacionales, lo que estaría reflejando el impacto tanto del primer Programa de Incentivo al Vehículo Eficiente (PIVE) como de su posterior prórroga, que, no obstante, estaría siendo, hasta ahora, moderado. Por su parte, el indicador de ventas de bienes y servicios de consumo de grandes empresas, elaborado por la Agencia Tributaria, aminoró su ritmo de descenso interanual hasta el $3,3\%$ en el promedio de enero y febrero, lo que representa una caída casi 4 pp inferior a la del trimestre anterior. Finalmente, el índice de comercio al por menor también mostró en ese mismo período una desaceleración en su contracción, al retroceder un $8,5\%$, 1,5 pp menos que en el trimestre final del pasado ejercicio.

De acuerdo con los datos de las cuentas no financieras de los sectores institucionales, la tasa de ahorro de los hogares se situó en el $8,2\%$ de su renta disponible en el conjunto de 2012, lo que supone una disminución de nueve décimas con respecto al trimestre anterior (en términos acumulados de cuatro trimestres) y de 9,6 pp respecto al máximo de 2009. El descenso de la tasa de ahorro en el conjunto del año se debió a la intensificación de la caída de la renta bruta disponible, hasta el $-2,7\%$, motivada, sobre todo, por el aumento de la contribución negativa de la remuneración de asalariados. Por el contrario, la aportación neta de las AAPP amortiguó el descenso de las rentas nominales de los hogares, gracias al efecto de las partidas de ingresos y gastos que actúan como estabilizadores

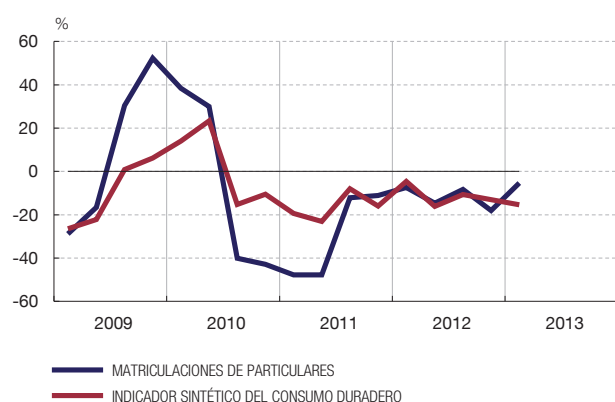
CONSUMO PRIVADO (CNTR)



INDICADORES DE CONSUMO (a)



INDICADORES DE CONSUMO DURADERO (a)



INDICADORES DE CONFIANZA (b)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Comisión Europea, ANFAC y Banco de España.

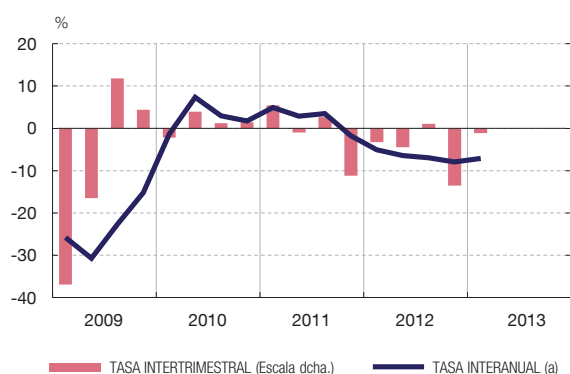
a Tasas interanuales calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad.

b Indicadores normalizados (diferencia entre el indicador y su media, dividido por su desviación estándar).

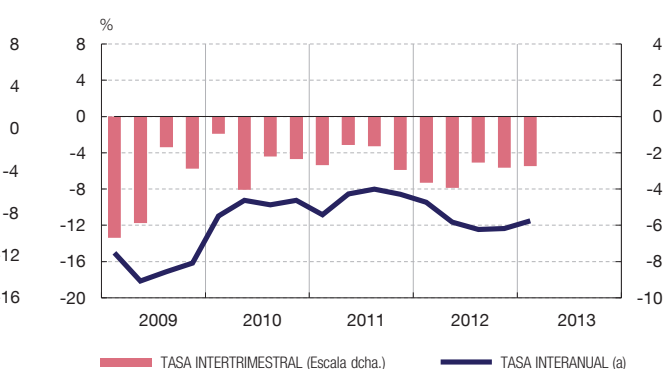
automáticos. Con todo, la capacidad de financiación del sector se redujo en 6 décimas en comparación con el tercer trimestre, hasta situarse en el 0,9 % del PIB.

En cuanto a la inversión en bienes de equipo, los indicadores disponibles apuntan a un freno en los descensos interanuales cada vez mayores observados a lo largo del pasado año. En términos intertrimestrales, la variación habría sido ligeramente negativa, tras la notable caída observada en los últimos meses de 2012 (véase gráfico 16). Esta valoración se sustenta, principalmente, en la notable aceleración, con información hasta febrero, tanto de la producción como de las importaciones de este tipo de bienes. Con datos para el conjunto del trimestre, las matriculaciones de vehículos de carga también registraron una evolución más favorable que en el tramo final de 2012, aunque la tasa intertrimestral siguió siendo negativa. Entre los indicadores cualitativos, el referente a la cartera de pedidos del conjunto de la industria manufacturera, procedente de las encuestas de opinión de la Comisión Europea, experimentó una mejora en el trimestre. Por el contrario, el nivel del indicador de clima industrial de las ramas productoras de este tipo de bienes se redujo en el promedio trimestral, con una aceleración del deterioro a lo largo del trimestre. Esta evolución refleja, probablemente, el hecho de que el nivel de incertidumbre que rodea las decisiones empresariales continúa siendo muy elevado.

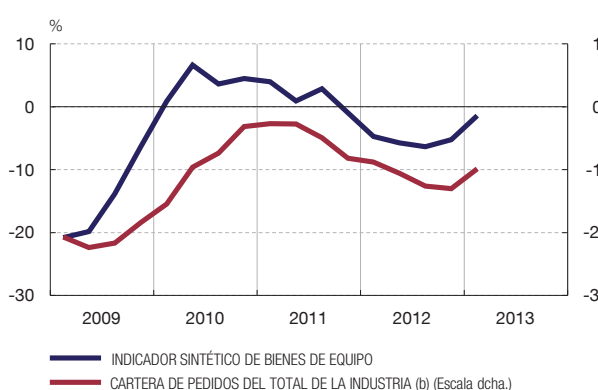
BIENES DE EQUIPO



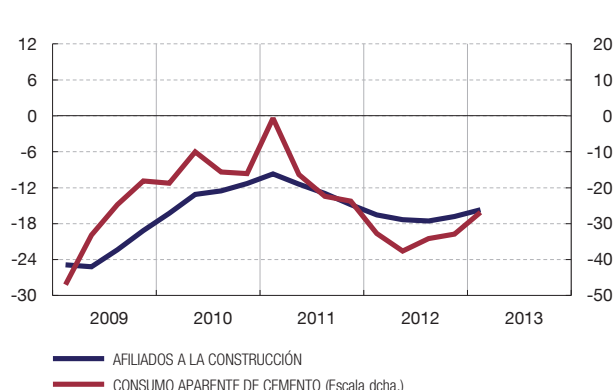
CONSTRUCCIÓN



INDICADORES DE BIENES DE EQUIPO



INDICADORES DE CONSTRUCCIÓN



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Comisión Europea, Ministerio de Fomento, OFICEMEN, Servicio Público de Empleo Estatal y Banco de España.

- a Tasas interanuales calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad, excepto en afiliados, que se calcula sobre la serie original.
 b Indicador normalizado (diferencia entre el indicador y su media, dividida por la desviación estándar).

La capacidad de financiación de las empresas no financieras se situó en el 3,5 % del PIB en el conjunto de 2012, lo que supone un aumento de nueve décimas con respecto a la registrada al final del tercer trimestre (en términos acumulados de cuatro trimestres). Este aumento se apoyó, sobre todo, en el incremento del ahorro empresarial, aunque también se produjo una disminución de la inversión. A su vez, el aumento del ahorro fue el resultado de la reducción de los intereses pagados y, sobre todo, del comportamiento expansivo del excedente, que, entre otros factores, podría estar reflejando la necesidad, por parte de las empresas, de sanear los balances, mediante la generación de recursos internos, y fortalecer así su capacidad de autofinanciación.

La inversión en construcción mantuvo, un trimestre más, la tónica contractiva de los últimos años, condicionada por la prolongación del ajuste en el segmento residencial, así como por el efecto de la consolidación fiscal sobre la obra civil (véase gráfico 16). No obstante, la información más reciente relativa a los consumos intermedios y a los afiliados en la construcción muestra una cierta atenuación de las tasas de retroceso intertrimestrales durante los primeros meses del año. Por tipo de obra, la inversión residencial volvió a caer, como consecuencia de la disminución gradual del número de viviendas iniciadas. En concreto, en enero se visaron en torno a 3.300 viviendas, un 31 % menos que un año antes. En relación con las transacciones, en el cuarto trimestre de 2012 se vendieron

aproximadamente 133.000 viviendas, un 23 % más que un año antes, como resultado del adelanto de compras ante la supresión de la desgravación en el IRPF por compra de vivienda y la subida en el tipo del IVA del 4 % al 10 %, que tuvieron lugar a comienzos de este año. Por su parte, con datos hasta enero, la superficie visada en edificación no residencial siguió registrando un elevado ritmo de contracción.

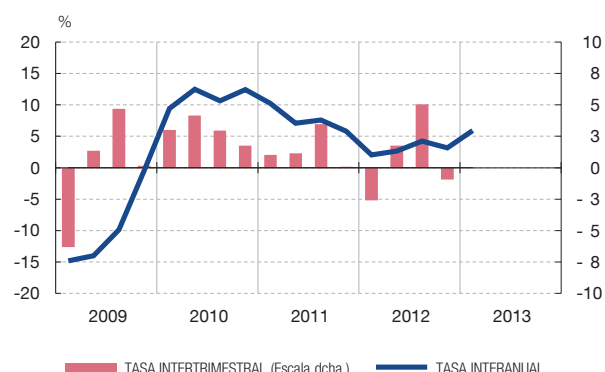
En relación con el consumo de las AAPP, la información disponible apunta hacia una nueva reducción de este componente de la demanda interna en el primer trimestre del año. En el apartado de gastos reales de personal, las afiliaciones en los sectores relacionados con las AAPP registraron durante este período una caída ligeramente inferior a la observada en el último trimestre de 2012. Por su parte, los indicadores relativos al gasto en consumo final no salarial parecen apuntar, también, con información hasta febrero, a un mantenimiento del proceso de corrección que se viene observando en los últimos trimestres.

La última información disponible relativa a la evolución de la demanda exterior neta indica una disminución de su contribución al crecimiento intertrimestral del PIB en los tres primeros meses del año, hasta una magnitud estimada de 0,3 pp, 9 décimas menos que en el trimestre anterior. Esta evolución refleja una recuperación tanto de las exportaciones como, sobre todo, de las importaciones, aunque en este último caso la tasa de variación intertrimestral continuaría siendo negativa (véase gráfico 17). En términos interanuales, la aportación de la demanda exterior neta al avance del PIB habría aumentado en tres décimas hasta 3 pp. El tono más expansivo de las exportaciones se estaría sustentando en la recuperación de la demanda mundial, particularmente de la procedente del ámbito extraeuropeo, tras la pérdida de dinamismo registrada a finales de 2012, en un contexto de moderada apreciación del tipo de cambio. Por su parte, la menor debilidad de la demanda interna en comparación con el tramo final de 2012 habría permitido una atenuación del retroceso de las importaciones.

De acuerdo con los datos procedentes de Aduanas, las exportaciones reales de bienes aumentaron su ritmo de avance en los meses de enero y febrero hasta un 5,1 % en tasa interanual, frente al 2,1 % registrado en el cuarto trimestre de 2012 (véase gráfico 17). Por grupos de productos, todas las partidas, salvo las exportaciones energéticas y de alimentos, aumentaron en los primeros meses de 2013 a un ritmo superior al observado al cierre de 2012. Por áreas geográficas, el incremento se concentró en las exportaciones extracomunitarias (15,3 %), ya que las dirigidas a la zona del euro descendieron ligeramente (-0,7 %). Con todo, a nivel de la UE se produjo un pequeño avance (0,3 %), que se apoyó en el elevado ritmo de las dirigidas al Reino Unido y el moderado incremento de las destinadas a Alemania, Italia y Portugal que, en el último caso, contrastó con los descensos registrados en 2012. Por su parte, en cuanto a las exportaciones al resto del mundo, mostraron un dinamismo especialmente notable las dirigidas a los países de la OPEP, Rusia, países del Norte de África, China y América Latina.

La información disponible sugiere una cierta debilidad de las exportaciones reales de servicios turísticos en el primer trimestre del año, a pesar de la celebración de la Semana Santa en dicho trimestre del año. En concreto, las entradas de turistas extranjeros y las pernoctaciones hoteleras retrocedieron un 2,5 % y un 1,1 %, respectivamente, en tasa interanual en el período enero-febrero. Esta evolución vino condicionada por el retroceso de los dos principales mercados emisores: el alemán y el británico. Sin embargo, el gasto nominal total de los turistas creció, según los datos de EGATUR, un 5,1 % interanual en ese mismo período, con un aumento del gasto medio diario por turista, en tanto que la duración de la estancia media se redujo. Por su parte, las exportaciones de servicios no turísticos habrían continuado

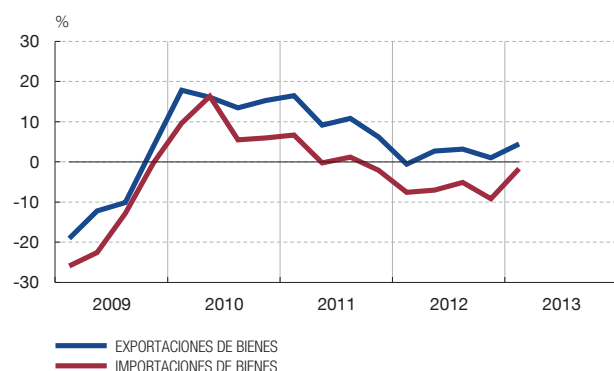
EXPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS (a)



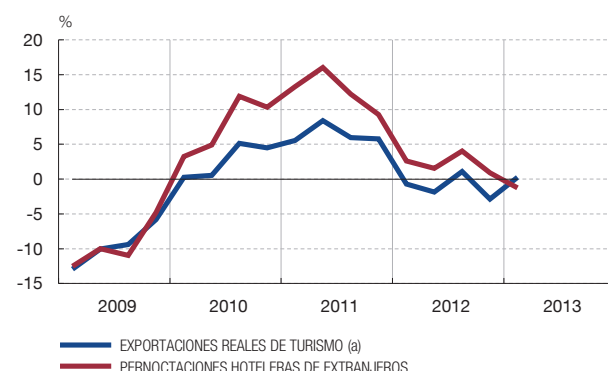
IMPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS (a)



INDICADORES DE ADUANAS (b)



INDICADORES DE TURISMO (c)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Economía y Competitividad, y Banco de España.

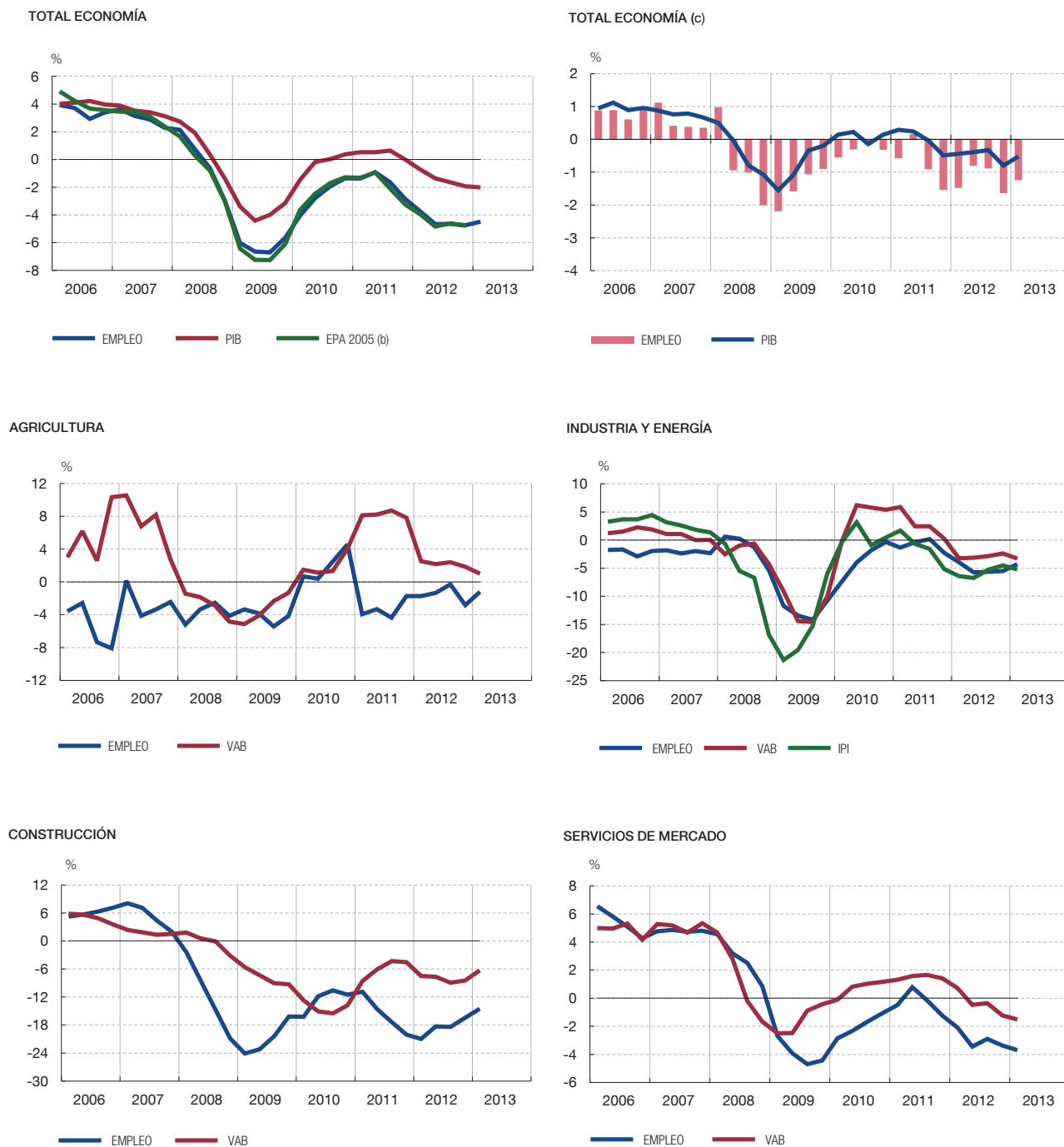
- a Datos de la CNTR a precios constantes. Series ajustadas de estacionalidad.
b Series deflactadas ajustadas de estacionalidad.
c Series ajustadas de estacionalidad.

mostrando cierto dinamismo, en tasa interanual, en el primer trimestre de este año, en línea con la senda registrada por los datos nominales de la Balanza de Pagos.

Las importaciones reales de bienes alcanzaron en los meses de enero-febrero un nivel similar al registrado en los mismos meses del año anterior, en contraste con la significativa caída del 8,2 % del último trimestre de 2012. Esta estabilización esconde un comportamiento dispar de las compras procedentes de la zona del euro, que disminuyeron, y de las realizadas al resto del mundo, que se incrementaron, de acuerdo con la información de Aduanas. Por grupos de productos, el notable descenso de las importaciones de bienes de consumo duradero contrasta con el aumento, si bien moderado, del resto de bienes. Con todo, los bienes intermedios dirigidos a la industria alimenticia y los destinados a la fabricación de medios de transporte mostraron cierto dinamismo en los dos primeros meses del año. Por último, las importaciones reales de servicios habrían continuado disminuyendo en el primer trimestre del año.

4.2 Producción y empleo

El flujo de indicadores relativos a la evolución de la actividad económica al comienzo de 2013 apunta a una moderación del tono fuertemente contractivo que el valor añadido bruto de la economía de mercado mostró al final del año pasado en todos sus sectores (véase gráfico 18). En concreto, los indicadores disponibles referidos a la industria



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a Tasas interanuales calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad, excepto sobre series brutas en la EPA. Empleo en términos de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo. Para los trimestres incompletos, tasa interanual del período disponible dentro del trimestre.
- b Series enlazadas en el Servicio de Estudios del Banco de España en función de la información de la muestra testigo realizada con la metodología vigente hasta el cuarto trimestre de 2004.
- c Tasas intertrimestrales calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad.

apuntaron a una cierta mejoría de la actividad, vinculada, probablemente, a la relativa recuperación de las exportaciones. Así, en los meses de enero y febrero, el IPI atenuó su ritmo de caída en términos de la serie corregida de estacionalidad y de efectos calendario, particularmente por lo que respecta a las ramas productoras de bienes de consumo. De modo análogo, la disminución intertrimestral del número de afiliados a la

Seguridad Social se moderó ligeramente en el primer trimestre de 2013 en comparación con el trimestre precedente. Entre los indicadores cualitativos, el PMI de manufacturas registró una cierta mejora en el promedio trimestral, aunque con un perfil decreciente a lo largo del trimestre, con niveles por debajo del nivel de 50, lo que indica que el sector se encuentra todavía en contracción. Finalmente, el indicador de confianza de la industria manufacturera elaborado por la Comisión Europea mostró también un ligero aumento en el promedio del trimestre, debido, sobre todo, a la mejora de la valoración de la cartera de pedidos.

Los indicadores disponibles referidos a la evolución del sector servicios en el período enero-marzo dibujan un panorama muy similar al descrito para la industria, apuntando a una evolución menos desfavorable que en el trimestre precedente. Así, el ritmo de caída intertrimestral del número de trabajadores afiliados a la Seguridad Social se suavizó ligeramente en este período. En la misma línea, de modesta mejora, tanto el indicador de ventas de grandes empresas como el de actividad del sector servicios, con datos referidos en ambos casos a enero y febrero, registraron una evolución compatible con un ligero avance intertrimestral. Entre los indicadores cualitativos, el índice PMI de servicios, aunque se mantuvo muy por debajo del nivel 50, mejoró modestamente en el trimestre, si bien con un perfil que, al igual que en el caso del indicador análogo referido al sector manufacturero, fue deteriorándose a lo largo del período. Por su parte, el indicador de confianza elaborado por la Comisión Europea registró un retroceso en el conjunto del primer trimestre del año.

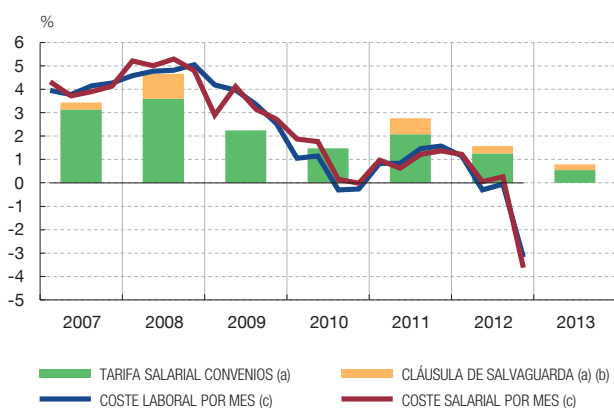
En relación con el mercado de trabajo, el ritmo de descenso interanual de las afiliaciones a la Seguridad Social en el primer trimestre del año se moderó en una décima, hasta el -3,6 %, en términos de la serie corregida del efecto de las bajas de cuidadores no profesionales². En tasa intertrimestral, calculada sobre la serie desestacionalizada, la afiliación retrocedió un 0,8 %, caída también inferior en una décima a la observada en el trimestre precedente. Por ramas de actividad, destacó la aminoración del descenso del empleo en la construcción, aunque, no obstante, siguió mostrando la mayor caída (-15,8 %). El comportamiento de la afiliación en el conjunto de la economía apunta a una leve ralentización de la disminución interanual del empleo en términos de la CNTR en el primer trimestre de 2013, hasta el entorno del -4,5 %.

Por su parte, el ritmo de reducción de la contratación registrada en el Servicio Público de Empleo Estatal (SPEE) continuó atenuándose en los tres primeros meses de 2013, período en que se firmaron prácticamente el mismo número de contratos que en los mismos meses del año anterior. Esta estabilidad fue el resultado de una nueva caída de los contratos temporales, que se vio compensada por un avance importante de los indefinidos, que a su vez elevaron su peso en el total de contratos hasta el 9,6 %, aunque se mantienen en niveles relativamente reducidos. Por duración de la jornada, los contratos a tiempo parcial mantuvieron su dinamismo, con un crecimiento del 9,3 %, frente a una nueva caída de los contratos a tiempo completo (-4,3 %).

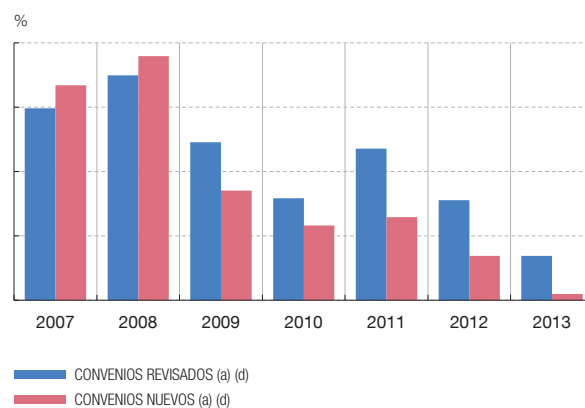
Por último, en el primer trimestre de 2013 el paro registrado en el SPEE prolongó la senda de desaceleración iniciada en la segunda mitad del año pasado, con un aumento interanual del

2 Como consecuencia de la entrada en vigor del Real Decreto 20/2012, los cuidadores no profesionales de personas dependientes dejaron de tener derecho, a partir del 1 de noviembre de 2012, a la cotización gratuita a la Seguridad Social, por lo que, para mantener el alta a partir de esa fecha, deben abonar sus propias cuotas. Esta modificación legislativa ha provocado que la mayor parte de los integrantes de este colectivo hayan optado por causar baja en el sistema. Sin la corrección de este efecto, el descenso de los afiliados a la Seguridad Social en el primer trimestre de 2013 habría sido del 4,4 %.

INDICADORES SALARIALES



AUMENTO SALARIAL SIN CLÁUSULA DE SALVAGUARDA SEGÚN VIGENCIA DEL CONVENIO



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Ministerio de Empleo y Seguridad Social.

a El último año, con información de convenios colectivos hasta marzo de 2013.

b Cláusula de salvaguarda del año anterior.

c ETCL. Tasas de variación interanuales.

d Revisados: convenios con efectos económicos en el ejercicio, pero que se firmaron en años anteriores, con vigencia superior al año. Nuevos: convenios que se han firmado en el ejercicio, con efectos económicos en el mismo, siendo este el primer año de vigencia o el único.

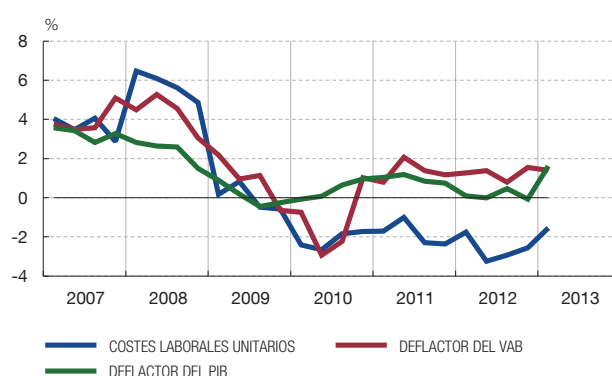
PRECIOS Y COSTES LABORALES EN LA ECONOMÍA DE MERCADO

GRÁFICO 20

REMUNERACIÓN POR ASALARIADO Y PRODUCTIVIDAD (a)



COSTES LABORALES UNITARIOS Y PRECIOS (a)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

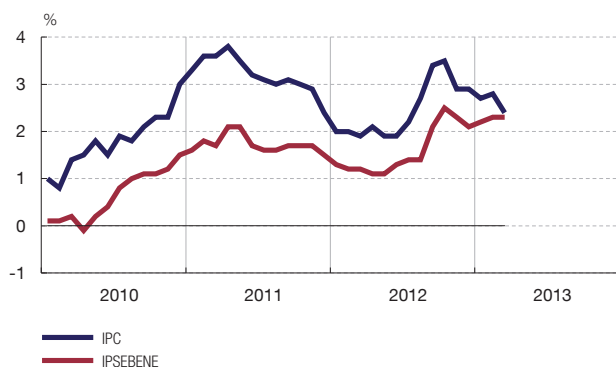
a Tasas de variación interanuales sobre series ajustadas de estacionalidad de la CNTR.

7,1 %, frente al incremento del 10,5 % observado a finales de 2012, evolución que, no obstante, no permite descartar que la tasa de paro vuelva a experimentar en el primer trimestre de 2013 un incremento adicional.

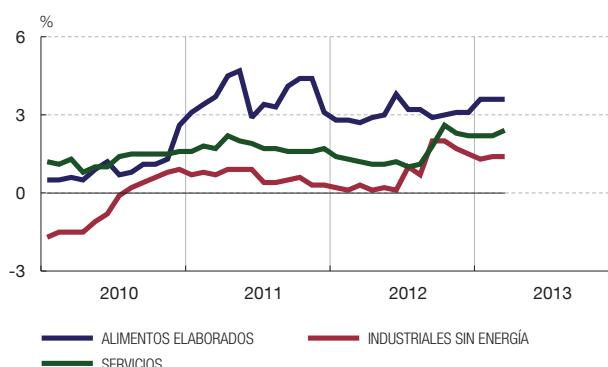
4.3 Costes y precios

Los convenios colectivos registrados en los tres primeros meses del año mostraron un incremento de las tarifas salariales del 0,6 % para 2013, frente al 1,3 % observado para el conjunto del pasado ejercicio (véase gráfico 19). De este modo, el incremento salarial observado en lo que va de 2013 se situaría en línea con la recomendación contenida en el Acuerdo Estatal para la Negociación Colectiva que los agentes sociales firmaron a comienzos de 2012 (véase gráfico 19). Hay que reseñar, no obstante, que esta información podría ser poco representativa de la evolución de la negociación colectiva en el conjunto del año, al afectar únicamente a alrededor de 1,2 millones de trabajadores, poco más de la mitad de la cifra

ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO



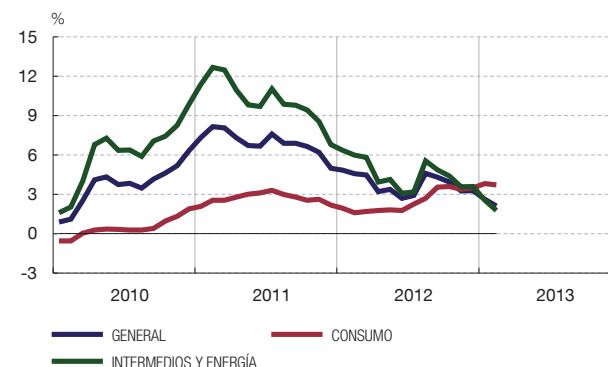
ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO



ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO



ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

a Tasas interanuales sobre las series originales.

correspondiente al mismo período de 2012³, si bien en marzo se produjo un avance significativo de la negociación, sobre todo en los convenios de nueva firma. A pesar de este avance en el último mes del trimestre, la mayoría de los convenios registrados en 2013 corresponden a acuerdos revisados —esto es, se trata de convenios plurianuales firmados en ejercicios anteriores con efectos para este año—. Estos acuerdos contienen un aumento medio de las tarifas del 0,7 %, frente a la mayor moderación que se observa en los convenios de nueva firma, con un aumento salarial del 0,1 %. En sentido contrario a estos desarrollos en la negociación colectiva, el aumento del 5 % de las bases máximas de cotización, que entró en vigor el 1 de enero, habría presionado al alza el componente no salarial de los costes laborales en el primer trimestre del año.

En cuanto al resto de indicadores de costes laborales, la información sobre la retribución bruta media en las grandes empresas proporcionada por la Agencia Tributaria, disponible hasta el mes de febrero, apunta a una prolongación, en los primeros meses del año, de la contención salarial.

3 En principio, esta menor representatividad no está relacionada con un mayor retraso relativo de la negociación colectiva en el presente ejercicio, sino que sería consecuencia de un cambio metodológico introducido por el Ministerio de Empleo y Seguridad Social en el procedimiento del registro de los convenios, al pasar a incluirse en la estadística únicamente aquellos acuerdos cuya notificación se produzca por vía telemática.

En el primer trimestre de 2013, el deflactor del PIB habría mostrado un avance interanual del 1,6 %, frente al incremento de 0,1 % del trimestre anterior. Esta evolución refleja, fundamentalmente, la aceleración del deflactor del consumo público, tras el impacto transitorio sobre el mismo de la supresión de la paga extraordinaria de diciembre de los empleados públicos. Por su parte, al igual que en el caso del deflactor del consumo de los hogares, el ritmo de variación del IPC se desaceleró en el primer trimestre del año. En concreto, este indicador creció al 2,4 % interanual en marzo, cinco décimas por debajo de la tasa registrada en diciembre (véase gráfico 21). Esta evolución refleja la trayectoria del componente energético, cuyo avance interanual se redujo en 4,4 pp entre diciembre y marzo, hasta el 3,2 %, lo que se explica por el abaratamiento del crudo y, especialmente, por un efecto de comparación con los elevados niveles de precios del mismo período del año anterior, en un contexto en el que, con impacto en sentido contrario, los márgenes de los distribuidores retornaron a los niveles previos al descenso transitorio del pasado otoño.

La ralentización mostrada por el índice general en el primer trimestre del año no se observó en el IPSEBENE —que excluye los precios de los productos energéticos y los de los alimentos no elaborados—, que aumentó en marzo un 2,3 %, 2 décimas por encima de la tasa con que se cerró 2012. Por componentes, el ritmo de variación de los precios de los servicios se incrementó en marzo 2 décimas respecto a diciembre, hasta el 2,4 %. Esta evolución está muy condicionada por el hecho de que en 2013 la Semana Santa se celebrara en marzo —en lugar de hacerlo en abril, como ocurriera en 2012—, dado el tradicional encarecimiento de algunos servicios en ese período vacacional. Asimismo, la tasa de variación de los precios de los alimentos elaborados repuntó en cinco décimas entre marzo y diciembre, hasta el 3,6 %, en un contexto de notables aumentos de los precios industriales de producción nacional e importada de este tipo de bienes y, en particular, de traslación a precios de consumo del encarecimiento del aceite en los mercados de origen. El ritmo de avance de los precios de consumo de los bienes industriales no energéticos en marzo fue del 1,4 %, una décima menos que en diciembre. Esta tasa de variación superó a la de los precios industriales de producción nacional de estos bienes (0,1 % en febrero), pero fue similar a la de los precios industriales de productos importados (1,4 % en febrero).

La moderación de la inflación española en los meses iniciales de 2013, medida por el IAPC, fue ligeramente menos pronunciada que la de la UEM, de forma que el diferencial aumentó en una décima entre diciembre y marzo, hasta 0,9 pp (véase gráfico 22). Por componentes, esta evolución reflejó el estrechamiento de los diferenciales de los precios de la energía (hasta 1,5 pp) y de los alimentos no elaborados (hasta -0,8 pp), que se vio compensado por la evolución opuesta del diferencial en términos del IPSEBENE, que se amplió en 0,1 pp en ese período. Los diferenciales de los precios de los servicios, bienes industriales no energéticos y alimentos elaborados se situaron, respectivamente, en 0,5 pp, 1 pp y 1,7 pp en el mes de marzo.

El índice de precios industriales moderó sustancialmente su ritmo de avance en los primeros meses de 2013, registrando una tasa del 2,1 % en febrero, 1,2 pp por debajo de la observada en diciembre. Esta evolución respondió en gran medida a la trayectoria del componente energético, aunque también se ralentizaron los precios industriales de los bienes intermedios y de equipo. Los precios de importación y exportación de productos industriales mostraron una desaceleración análoga, hasta tasas del -0,1 % y del 0,7 %, respectivamente.

4.4 La actuación de las Administraciones Públicas

La última información estadística disponible para el agregado del sector AAPP se refiere al cierre del año 2012 (véase cuadro 5). El avance de las cuentas de las AAPP correspondientes a ese ejercicio fue también remitido por las autoridades españolas a Eurostat

ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO



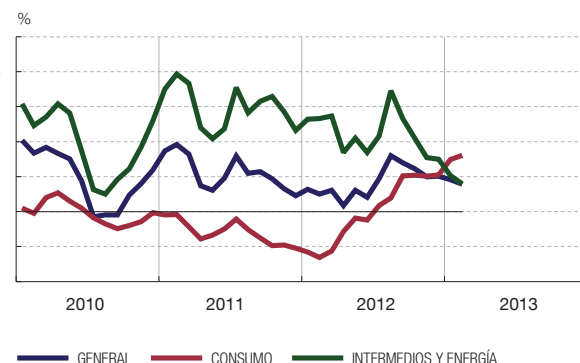
ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO



ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO



ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a Tasas interanuales sobre las series originales.

el 27 de marzo, en cumplimiento de la normativa comunitaria reguladora del Protocolo de Déficit Excesivo (PDE).

El cierre de 2012 ha reflejado la mejora de la posición de las finanzas públicas esperada para el tramo final del año. Así, los efectos de las medidas de consolidación fiscal permitieron que, a pesar del contexto de marcada debilidad económica, el déficit de las AAPP se redujera en 2 pp del PIB con respecto al año 2011. De este modo, el saldo negativo de las AAPP (sin tener en cuenta el impacto transitorio de las transferencias de capital a las instituciones financieras) se situó finalmente en el 7 % del PIB en el pasado ejercicio, frente al 8,6 % del PIB observado hasta el tercer trimestre (en términos acumulados de cuatro trimestres). No obstante, el déficit público acabó desviándose en 7 décimas del objetivo del 6,3 % del PIB establecido por la Unión Europea en julio de 2012.

Si, por el contrario, se considera el impacto de las ayudas a las entidades financieras imputado al gasto público de 2012 (estimado en 3,7 pp del PIB), el déficit de las AAPP se situó en el 10,6 % del PIB. Esta cifra supone una revisión al alza de unas 6 décimas con respecto a la avanzada por el Gobierno el 28 de febrero, lo que se explica, básicamente, por dos factores. El primero de ellos es la modificación de la práctica habitual seguida por las autoridades

Millones de euros y %

	Liquidación					2012 Objetivos oficiales (a)
	2011	2011 ene-dic	2012 ene-dic	Variación porcentual 2012/2011 ene-sep	Variación porcentual 2012/2011 ene-dic	Variación porcentual 2012/2011
	1	2	3	4	5 = 3 / 2	6
1 RECURSOS TOTALES	379.671	379.671	382.044	-1,2	0,6	2,3
Recursos corrientes	380.323	380.323	381.269	-1,3	0,2	2,6
Impuestos sobre producción e importaciones	104.956	104.956	107.333	-1,3	2,3	0,8
Impuestos sobre la renta y el patrimonio	101.626	101.626	106.256	0,9	4,6	10,2
Cotizaciones sociales	140.035	140.035	134.955	-2,0	-3,6	-1,8
Otros recursos corrientes	33.706	33.706	32.725	-5,3	-2,9	3,1
Recursos de capital	-652	-652	775	9,5	—	-99,5
2 EMPLEOS TOTALES	480.111	480.111	493.660	0,4	2,8	-3,9
Empleos corrientes	435.514	435.514	429.759	0,4	-1,3	-0,8
Remuneración de asalariados	123.550	123.550	116.087	-1,8	-6,0	-7,2
Otros gastos en consumo final (b)	92.448	92.448	88.397	38,5	-4,4	-10,7
Prestaciones sociales (no en especie)	163.809	163.809	168.491	3,8	2,9	4,3
Intereses efectivos pagados	26.120	26.120	31.297	19,1	19,8	33,0
Subvenciones	11.820	11.820	10.060	-14,9	-14,9	-9,3
Otros empleos y transferencias corrientes	17.767	17.767	15.427	-2,9	-13,2	-6,5
Empleos de capital	44.597	44.597	63.901	0,1	43,3	-32,6
Formación bruta de capital	30.696	30.696	18.151	-36,9	-40,9	-35,9
Otros gastos de capital (c)	13.901	13.901	45.750	—	—	-33,5
De los cuales: Ayudas a instituciones financieras (d)	5.136	5.136	38.343	—	—	—
3 CAP. (+) O NEC. (-) DE FINAN. (3 = 1 - 2)	-100.440	-100.440	-111.616	—	—	—
<i>En porcentaje del PIB nominal anual</i>	-9,4	-9,4	-10,6	—	—	—
Administración Central	-3,4	—	-7,8	—	—	—
De la cual: Ayudas a instituciones financieras (d)	-0,5	—	-3,7	—	—	—
Seguridad Social	-0,1	—	-1,0	—	—	—
CCAA	-5,1	—	-1,8	—	—	—
CCLL	-0,8	—	-0,2	—	—	—
PRO MEMORIA						
Saldo primario	-74.320	-74.320	-80.319	—	—	—
Empleos totales excl. ayudas a instituc. financieras	474.975	474.975	455.317	—	-4,1	—
Saldo total, excluyendo ayudas a instituciones financieras	-95.304	-95.304	-73.273	—	—	—

FUENTES: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas e IAGE.

a Plan Presupuestario Bienal (PPB) 2012-2014.

En el Plan se presentan los objetivos en porcentajes del PIB y, a partir de ellos y del PIB nominal del PPB, se recupera el nivel de las variables.

Las tasas de variación para el caso de las rúbricas de Recursos (Empleos) totales se han calculado sobre la suma de las partidas presupuestarias así calculadas.

Si la tasa correspondiente a los Recursos totales se computara sobre el total agregado implícito en el PPB, entonces diferiría de la mostrada en el cuadro y ascendería al 1,9 %, mientras que la de los Empleos totales se mantendría en la misma cuantía (-4,8 %).

b Incluye consumos intermedios, transferencias sociales en especie de productores de mercado y otros impuestos sobre la producción. Excluye consumo de capital fijo, producción de mercado (Ventas residuales) y pagos por otra producción de mercado.

c Incluye la adquisición neta de activos no financieros no producidos (K2).

d La cifra relativa a 2011 se extrae de la Contabilidad Nacional Anual, y se hace el supuesto de que afecta únicamente al segundo semestre de dicho año. Para 2012, la cifra se extrae de la Contabilidad Nacional Trimestral.

estadísticas españolas con respecto al momento de contabilización de las devoluciones de impuestos. Hasta la fecha, esta tenía lugar en el momento en que se reconocía el derecho a percibirlos, pero esta práctica se ha sustituido por su contabilización en el ejercicio en el que se solicitan. Ello ha supuesto que, en 2012, se registraran devoluciones que inicialmente se habían imputado a los primeros meses de 2013, con la consiguiente minoración de los ingresos brutos del pasado ejercicio por un importe aproximado de 3 décimas de PIB. El segundo de estos factores viene dado por una revisión al alza, por un importe de 0,4 pp del PIB, del

Millones de euros y %

	Liquidación 2012	Variación porcentual 2012/2011	Presupuesto inicial 2013 (b)	Variación porcentual 2013/2012	Liquidación		
					2012 ene-feb	2013 ene-feb	Variación porcentual
	1	2	3	4 = 3 / 1	5	6	7 = 6 / 5
1 INGRESOS NO FINANCIEROS	123.344	18,4	127.025	3,0	23.063	17.449	-24,3
Impuestos directos	52.053	-2,5	66.181	27,1	9.179	6.760	-26,4
IRPF	26.532	-20,9	42.251	59,2	9.002	8.487	-5,7
Sociedades	21.435	29,0	19.012	-11,3	-389	-2.248	—
Otros directos (c)	4.086	26,6	4.918	20,4	566	521	-7,9
Impuestos indirectos	23.590	-31,9	40.734	72,7	9.970	8.722	-12,5
IVA	16.384	-35,4	28.272	72,6	8.544	7.327	-14,2
Especiales	4.285	-32,3	9.578	123,5	931	923	-0,8
Otros indirectos (d)	2.921	-1,5	2.884	-1,3	496	471	-4,9
Otros ingresos (e)	47.701	195,9	20.109	-57,8	3.914	1.968	-49,7
2 PAGOS NO FINANCIEROS	152.357	0,8	165.089	8,4	32.258	32.860	1,9
Personal	26.851	-2,1	27.673	3,1	3.963	3.984	0,5
Compras	3.528	-18,3	2.857	-19,0	331	323	-2,5
Intereses	26.055	17,3	38.615	48,2	6.686	7.947	18,9
Transferencias corrientes	84.244	5,4	81.751	-3,0	19.337	18.625	-3,7
Fondo de contingencia y otros imprevistos	—	—	2.595	—	—	—	—
Inversiones reales	6.762	-1,9	3.903	-42,3	1.092	1.192	9,2
Transferencias de capital	4.917	-52,6	7.695	56,5	849	789	-7,1
3 SALDO DE CAJA (3 = 1 - 2)	-29.013	—	-38.064	—	-9.196	-15.411	—
PRO MEMORIA: impuestos totales (Estado más participación de las Administraciones Territoriales)							
TOTAL	160.739	3,9	167.840	4,4	29.794	26.393	-11,4
IRPF	70.631	1,2	74.215	5,1	14.811	14.037	-5,2
Sociedades	21.435	29,0	19.012	-11,3	-389	-2.248	—
IVA	50.463	2,4	54.657	8,3	12.343	11.615	-5,9
Impuestos especiales	18.209	-4,0	19.956	9,6	3.029	2.989	-1,3

FUENTE: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas.

a En términos de caja.

b Fuente: Presupuestos Generales del Estado 2013

c Incluye los ingresos por el impuesto sobre la renta de no residentes.

d Incluye impuestos sobre primas de seguros y tráfico exterior.

e Incluye tasas, ingresos patrimoniales y transferencias corrientes y de capital.

tamaño estimado de las ayudas a las instituciones financieras. En este sentido, cabe recordar que la parte de la recapitalización que se considera gasto público y, por tanto, provoca un impacto en el déficit de las AAPP es la destinada a cubrir posiciones patrimoniales netas negativas de estas entidades. En su mayor parte, la revisión al alza de este gasto realizada en el último trimestre del pasado año se debe al hecho de que, inicialmente, se había supuesto que los tenedores privados de productos híbridos —tales como participaciones preferentes o deuda subordinada— habían absorbido una parte de las pérdidas de las entidades concernidas en 2012, cuando, en realidad, este proceso tendrá lugar en 2013.

Por su parte, la deuda pública aumentó, según la metodología del PDE, en cerca de 15 pp de PIB en 2012, hasta el 84,2 %. Este incremento fue el resultado de la confluencia de un

Millones de euros y %

	Liquidación 2012	Variación porcentual 2012/2011	Presupuesto inicial 2013	Variación porcentual 2013/2012	Liquidación		
					2012 ene-feb	2013 ene-feb	Variación porcentual
	1	2	3	4 = 3 / 1	5	6	7 = 6 / 5
1 INGRESOS NO FINANCIEROS	118.604	-2,5	129.287	9,0	22.641	23.976	5,9
Cotizaciones sociales	101.106	-4,0	105.863	4,7	17.419	17.003	-2,4
Transferencias corrientes	12.191	6,0	18.808	54,3	4.126	5.788	40,3
Otros ingresos	5.307	9,6	4.615	-13,0	1.095	1.185	8,2
2 PAGOS NO FINANCIEROS	124.416	1,9	129.404	4,0	16.832	17.509	4,0
Personal	2.270	-3,8	2.313	1,9	318	312	-2,0
Compras	1.505	-3,5	1.561	3,7	160	155	-3,7
Transferencias corrientes	119.873	2,0	124.908	4,2	16.343	17.025	4,2
Pensiones contributivas	103.515	4,0	106.350	2,7	14.642	15.343	4,8
Otros gastos	768	3,1	623	-19,0	11	17	62,6
3 SALDO NO FINANCIERO (3 = 1 - 2)	-5.813	—	-117	—	5.809	6.467	—
PRO MEMORIA							
Servicio Público de Empleo Estatal							
Cotizaciones sociales	19.234	-6,1	19.551	1,7	3.189	3.242	1,7
Prestaciones desempleo	31.589	5,3	26.696	-15,5	5.299	5.429	2,4
Sistema Seguridad Social y SPEE							
Cotizaciones sociales	120.340	-4,3	125.415	4,2	20.609	20.245	-1,8

FUENTES: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas, Ministerio de Empleo y Seguridad Social y Banco de España.

a En términos de derechos y obligaciones reconocidas.

déficit primario aún elevado, el aumento de la carga de intereses, el impacto de la recapitalización bancaria y un conjunto de factores adicionales, entre los que destaca el impacto de la reclasificación de algunos pasivos de las AAPP motivada por la introducción del mecanismo de pago a proveedores de las Administraciones Territoriales.

En términos de su composición, la mejora observada en el saldo de las AAPP en 2012 se debió, sobre todo, al comportamiento del gasto público, que se redujo en torno a 20 mm, excluyendo el impacto transitorio de las transferencias de capital relacionadas con las ayudas a las instituciones financieras. Dado que la carga de intereses y las prestaciones sociales aumentaron en conjunto en cerca de 10 mm, el ajuste efectivo del resto de rúbricas ascendió a unos 30 mm, que se repartieron prácticamente al 50 % entre partidas de gasto corriente y de capital. Los ingresos, por su parte, se incrementaron en 2,4 mm, como resultado neto del aumento de recaudación originado por las medidas adoptadas⁴ —que la Agencia Tributaria estima en algo más de 10 mm— y del efecto contractivo sobre los ingresos impositivos derivado de la debilidad de las bases imponibles.

En relación con la ejecución presupuestaria del primer trimestre de este año, se dispone solo de información parcial. En particular, el déficit de caja del Estado acumulado en los

⁴ Entre las que destacan el gravamen complementario en el IRPF, los nuevos adelantos de pagos fraccionados en el impuesto sobre sociedades, el aumento de tipos del IVA y la declaración tributaria especial.

Millones de euros y %

	Liquidación 2012	Variación porcentual 2012/2011	Objetivos oficiales 2013 (b)	Variación porcentual 2013/2012	Liquidación		
					2012 feb	2013 feb	Variación porcentual
	1	2	3	4 = 3 / 1	5	6	7 = 6 / 5
1 INGRESOS NO FINANCIEROS	124.659	-1,3	128.952	3,4	21.174	18.985	-10,3
Ingresos corrientes	119.262	-1,1	120.799	1,3	20.810	18.750	-9,9
Impuestos directos	48.239	18,7	37.156	-23,0	6.559	6.515	-0,7
Impuestos indirectos	57.889	23,0	50.034	-13,6	7.263	7.827	7,8
Tasas, precios y otros ingresos	4.740	-1,7	4.784	0,9	519	537	3,4
Transferencias corrientes	7.197	-73,7	28.312	—	6.419	3.809	-40,7
Ingresos patrimoniales	1.197	68,5	512	-57,2	50	62	24,1
Ingresos de capital	5.396	-6,5	8.153	51,1	365	235	-35,6
Enajenación de inversiones reales	273	48,9	2.569	—	27	36	35,7
Transferencias de capital	5.124	-8,3	5.584	9,0	338	199	-41,2
2 PAGOS NO FINANCIEROS	150.199	-0,3	137.504	-8,5	18.877	16.675	-11,7
Pagos corrientes	134.816	1,4	122.546	-9,1	17.964	16.087	-10,5
Gastos de personal	52.541	-8,4	53.512	1,8	8.388	7.983	-4,8
Gastos corrientes en bienes y servicios	35.614	28,7	24.733	-30,6	3.101	2.472	-20,3
Gastos financieros	6.268	37,4	8.213	31,0	635	762	19,9
Transferencias corrientes	40.393	-6,7	35.760	-11,5	5.839	4.869	-16,6
Fondo de contingencia y otros imprevistos	—	—	327	—	—	—	—
Pagos de capital	15.383	-13,4	14.958	-2,8	913	588	-35,6
Inversiones reales	6.662	-13,5	6.665	0,0	494	256	-48,1
Transferencias de capital	8.720	-13,3	8.293	-4,9	419	332	-20,8
3 SALDO NO FINANCIERO (3 = 1 – 2)	-25.540	—	-8.552	—	2.297	2.310	—
PROMEMORIA							
Ingresos propios	16.899	-11,2	22.801	34,9	2.865	3.186	11,2
Impuesto sucesiones y donaciones	2.535	3,8	2.305	-9,1	539	630	16,8
Impuesto sobre trans. patrimoniales y AJD	5.639	-12,1	6.722	19,2	989	1.051	6,3
Tasas, precios públicos y otros ingresos	4.740	-1,7	4.784	0,9	519	537	3,4
Otros (c)	3.985	-25,7	8.991	125,6	817	968	18,5

FUENTE: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas.

a En términos de derechos y obligaciones reconocidas.

b Los datos relativos a los Objetivos oficiales proceden de la información sobre ejecución presupuestaria mensual de las CCAA publicada el 20 de diciembre de 2012 por el Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas. Dichas cifras son el resultado de diversas modificaciones presupuestarias realizadas por las CCAA sobre los presupuestos iniciales. En el caso de los ingresos, las cifras se corresponden con lo que el Ministerio de Hacienda denomina «Previsiones definitivas». En el caso de los gastos, además de las modificaciones sobre los créditos iniciales, las CCAA han alterado los créditos totales declarando algunos como no disponibles. Las cifras de gastos contenidas en esta columna se han calculado como la diferencia entre los créditos totales («Créditos iniciales» + «Modificaciones de crédito») y los «Créditos declarados no disponibles».

c Incluye: (1) Resto de impuestos directos, incluido Patrimonio; (2) IGIC y AIEM; (3) Resto de impuestos indirectos; (4) Ingresos patrimoniales; (5) Enajenación de inversiones reales, y (6) Impuestos correspondientes a la Comunidad Foral de Navarra: IRPF, IVA, impuesto sobre sociedades e impuestos especiales.

dos primeros meses del año ascendió a 15,4 mm de euros, cifra que supera en unos 6 mm al registrado en el mismo período del año anterior (véase cuadro 6). Según el Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas, las cifras de caja se encontrarían distorsionadas por los adelantos de transferencias a la Seguridad Social y al Servicio Público de Empleo Estatal. Además, los datos de Contabilidad Nacional (según los cuales, el déficit ascendió a 23,6 mm) podrían estar sujetos a revisiones, dado el cambio metodológico en la contabilización de las devoluciones de impuestos ya mencionado. En cualquier caso, hay que tener en cuenta que las cifras de los primeros meses del año suelen ser muy erráticas, por

BALANZA POR CUENTA CORRIENTE Y DE CAPITAL (a)

CUADRO 9

Millones de euros

		Enero		Tasa de variación 2013/2012 (b)
		2012	2013	
Ingresos	Cuenta corriente	29.004	31.183	7,5
	Mercancías	17.138	18.871	10,1
	Servicios	7.759	8.095	4,3
	Turismo	2.688	2.648	-1,5
	Otros servicios	5.071	5.447	7,4
	Rentas	2.931	2.335	-20,3
	Transferencias corrientes	1.175	1.882	60,2
	Cuenta de capital	189	709	274,7
	Cuentas corriente + capital	29.193	31.892	9,2
Pagos	Cuenta corriente	33.718	33.827	0,3
	Mercancías	20.341	21.728	6,8
	Servicios	5.425	5.349	-1,4
	Turismo	807	774	-4,1
	Otros servicios	4.618	4.574	-0,9
	Rentas	5.770	4.000	-30,7
	Transferencias corrientes	2.182	2.750	26,1
	Cuenta de capital	115	411	256,3
	Cuentas corriente + capital	33.834	34.238	1,2
Saldos	Cuenta corriente	-4.715	-2.645	2.070
	Mercancías	-3.203	-2.857	346
	Servicios	2.334	2.746	412
	Turismo	1.881	1.874	-7
	Otros servicios	453	872	419
	Rentas	-2.839	-1.665	1.174
	Transferencias corrientes	-1.007	-869	138
	Cuenta de capital	74	298	224
	Cuentas corriente + capital	-4.641	-2.346	2.294

FUENTE: Banco de España.

a Datos provisionales.

b Variaciones absolutas para los saldos.

lo que son escasamente indicativas de la evolución de la ejecución presupuestaria en el conjunto del ejercicio. No obstante, por el lado de los ingresos es destacable la evolución negativa de la recaudación por IVA (incluyendo la participación de las Administraciones Territoriales), a pesar del aumento de tipos impositivos. En la vertiente de los gastos, cabe reseñar la contención de los de personal, con una caída del 0,8 % en los correspondientes al personal activo, y la desaceleración de los pagos por intereses y de los gastos de capital.

En relación con el Sistema de Seguridad Social, se observó un superávit de 6,5 mm de euros hasta febrero (véase cuadro 7). Esta cifra, que es ligeramente superior a la registrada en el mismo período del año anterior, se vio apoyada, como se ha señalado, por el aumento de los ingresos procedentes del adelanto de transferencias desde el Estado. Por su parte, las cotizaciones sociales mantuvieron la acusada debilidad de finales del año pasado, siguiendo el perfil de las afiliaciones a la Seguridad Social y la evolución de los salarios. Por lo que respecta a los gastos, destacó el crecimiento, del 4,8 % hasta febrero, de las pensiones contributivas. En cuanto al Servicio Público de Empleo Estatal, las prestaciones por desempleo crecieron un 2,4 % en el mismo período.

Finalmente, cabe mencionar que, a finales del mes de marzo, y en cumplimiento de la Orden HAP/2105/2012, de 1 de octubre, por la que se desarrollan las obligaciones de suministro de información previstas en la Ley Orgánica 2/2012, de 27 de abril, de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera, el Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas publicó por primera vez los datos relativos a la ejecución presupuestaria mensual de las Comunidades Autónomas (CCAA) en términos de Contabilidad Nacional. Según estas cifras, el déficit de las CCAA se habría situado en el 0,12 % del PIB en febrero. Por otro lado, en términos de caja, las CCAA habrían arrojado un saldo positivo en febrero equivalente al 0,2 % del PIB, en línea con el observado en el mismo período del año anterior (véase cuadro 8).

4.5 Balanza por cuenta corriente y de capital

En enero de 2013, la economía española registró una necesidad de financiación, en cuantía muy inferior a la de enero de 2012 (véase cuadro 9). Así, el déficit conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital fue de 2,3 mm de euros, aproximadamente la mitad de la registrada el mismo mes del año anterior. Esta disminución se explica, principalmente, por la reducción de los pagos netos de rentas al resto del mundo, aunque también la ampliación del superávit de servicios y la corrección del déficit comercial y, en menor medida, la mejora de los saldos de transferencias corrientes y de la cuenta de capital contribuyeron en la misma dirección.

El saldo negativo de la balanza comercial disminuyó en los dos primeros meses del año un 37 %, hasta situarse en 4,7 mm de euros. De acuerdo con los datos de Aduanas, este descenso se explica por el aumento del superávit no energético, que ascendió a 3,5 mm de euros (0,8 mm en enero-febrero de 2012), lo que permitió compensar el ligero incremento del déficit energético. Con datos hasta enero, el superávit de la balanza de servicios alcanzó 2,7 mm de euros, un 17,6 % más que en el mismo mes del año anterior, gracias a la ampliación del saldo positivo de los servicios no turísticos. Los pagos netos de rentas al resto del mundo disminuyeron un 41,4 %, hasta situarse en 1,7 mm de euros, en un contexto de reducción de los tipos de interés de los pasivos exteriores. Finalmente, el déficit de la balanza de transferencias corrientes se corrigió en un 13,7 %, hasta situarse en 0,9 mm de euros.

5.1 Rasgos más destacados

Durante el primer trimestre de 2013 se ha observado una cierta estabilidad en los mercados financieros nacionales, que, no obstante, ha venido acompañada de algunos episodios de repunte de las tensiones, como el registrado a raíz de la incertidumbre generada por los resultados de las elecciones en Italia o, más recientemente, el que se produjo en torno a las negociaciones del programa de asistencia financiera a Chipre. El proceso de recapitalización y reestructuración del sistema financiero español ha seguido avanzando. Así, el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) realizó el desembolso del segundo tramo del préstamo, por unos 1,8 mm de euros, para la recapitalización de las entidades del denominado «grupo 2»⁵, tras la valoración positiva que hizo la *troika*, en la segunda revisión que tuvo lugar a finales de enero, de los progresos realizados en el marco de los compromisos asumidos en el Memorando de Entendimiento. Además, dichas entidades transfirieron a la Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria (SAREB) activos por un valor efectivo de unos 14 mm de euros, con lo que se concluyó el proceso de traspaso según se había establecido. Paralelamente, la SAREB completó su estructura de accionariado, con un 55 % de los recursos aportados por inversores privados, e inició el proceso de enajenación de los activos recibidos en la primera fase (en diciembre pasado), cumpliendo así con el calendario previsto.

A finales de marzo, la rentabilidad de la deuda soberana española a diez años y su diferencial con respecto a la referencia alemana al mismo plazo se situaron algo por debajo de los niveles de finales de 2012 (5,1 % y 380 pb, respectivamente, frente al 5,3 % y los 400 pb de diciembre) (véase gráfico 23). En cambio, el ascenso de las primas de los derivados de crédito de las empresas financieras y no financieras durante la segunda quincena de marzo, asociado a la incertidumbre generada en el contexto de la negociación del programa de asistencia a Chipre, las llevó al cierre del trimestre a valores algo por encima de los de finales del pasado ejercicio. Asimismo, en los mercados bursátiles, el IBEX 35 presentó, durante el mismo período, unas pérdidas del 3 %, un comportamiento más desfavorable que el del EUROSTOXX 50 (retrocedió un 0,4 %) y, especialmente, que el del S&P 500 (se revalorizó un 10 %). En el mercado interbancario, los tipos de interés apenas variaron. Concretamente, el euríbor a un año se situó a finales de marzo en el 0,55 %, nivel prácticamente idéntico al de tres meses antes.

En la parte transcurrida de abril, la rentabilidad de la deuda soberana española a diez años y el diferencial con el bono alemán han descendido unos 45 pb, hasta situarse en torno al 4,6 % y los 335 pb, respectivamente. Las primas de los derivados de crédito también se han reducido, mientras que el IBEX 35 ha experimentado una variación prácticamente nula (–0,1 %), en tanto que el EUROSTOXX 50 y el S&P 500 registraron pérdidas del 1,9 % y el 0,9 %, respectivamente.

La estabilidad de las condiciones de acceso a la financiación ha permitido que el Estado haya podido realizar durante el primer trimestre del año emisiones de deuda por unos importes elevados y a un menor coste, y que las de las entidades de crédito hayan mostrado un mayor dinamismo, especialmente durante el mes de enero.

5 Entidades que, en la fecha en la que se realizaron las pruebas de resistencia, no eran controladas mayoritariamente por el FROB y que requirieron de ayudas públicas para recapitalizarse. En una de ellas la inyección de los fondos está aún pendiente de concretarse.

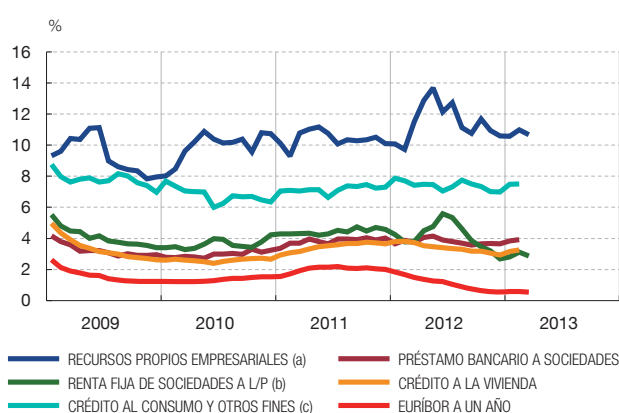
ÍNDICES BURSÁTILES



DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



COSTE DE FINANCIACIÓN



PRECIO DEL METRO CUADRADO EN VIVIENDA TASADA (d)



FUENTES: Bloomberg, Reuters, Datastream, MSCI Blue Book, Ministerio de Fomento y Banco de España.

- a El coste de los recursos propios se basa en un modelo de descuento de dividendos de Gordon en tres etapas.
b El tipo de interés de la renta fija a largo plazo se aproxima como la suma del tipo swap del euro a cinco años y una media ponderada de las primas de seguro de riesgo crediticio de las empresas no financieras españolas a ese mismo plazo.
c En junio de 2010 se modificaron los requerimientos estadísticos relativos a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela, pudiendo ocasionar rupturas en las series. En particular, ha sido especialmente significativo el cambio en el tipo de interés del crédito al consumo y otros fines como consecuencia de que a partir de dicho mes no incorpora las operaciones realizadas con tarjetas de crédito.
d Base 2001 hasta diciembre de 2004 y base 2005 a partir de dicha fecha.

En el mercado inmobiliario, según los últimos datos publicados por el Ministerio de Fomento, el descenso del precio de la vivienda libre continuó en el cuarto trimestre de 2012. Así, la tasa de disminución interanual se situó en diciembre en el 10 %, frente al 9,5 % de septiembre (véase gráfico 23). En términos intertrimestrales, en cambio, el retroceso (del 2,2 %) fue inferior al del trimestre anterior (2,5 %). La información más reciente que ofrecen otras fuentes apunta a que durante los primeros meses del año se habría prolongado esta pauta contractiva.

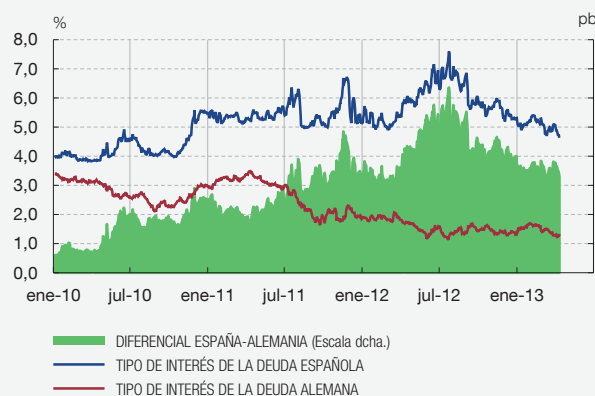
La última información disponible sobre los costes de financiación del sector privado, correspondiente al mes de febrero, muestra un encarecimiento de los préstamos en todos los segmentos analizados en comparación con los niveles de finales de 2012. Por tanto, los tipos de interés del crédito bancario siguen sin recoger completamente el tono expansivo de la política monetaria (véase recuadro 4).

En cuanto a la financiación del sector privado, los datos de los primeros dos meses del año evidencian una intensificación en la tasa de descenso de los fondos captados tanto por los hogares como, sobre todo, por las empresas, que se situaron en febrero en el

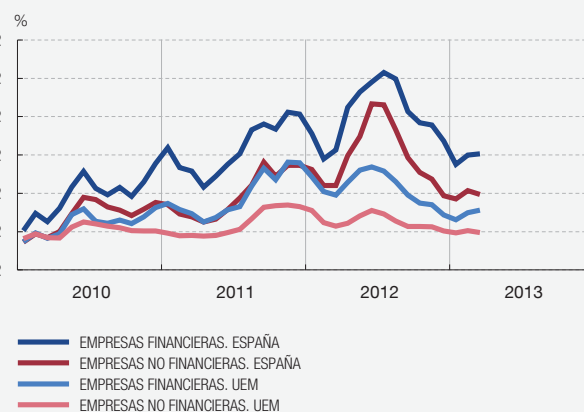
Desde el agravamiento de la crisis de la deuda soberana en el área del euro a mediados de 2011, el Eurosistema ha acometido una significativa relajación de su política monetaria. Así, los tipos de interés oficiales se redujeron en tres ocasiones (noviembre y di-

ciembre de 2011 y junio de 2012), por un total de 75 puntos básicos (pb), alcanzando el que se aplica en las operaciones principales de financiación un 0,75 %. Adicionalmente, se tomaron una serie de medidas no convencionales, entre las que cabe destacar:

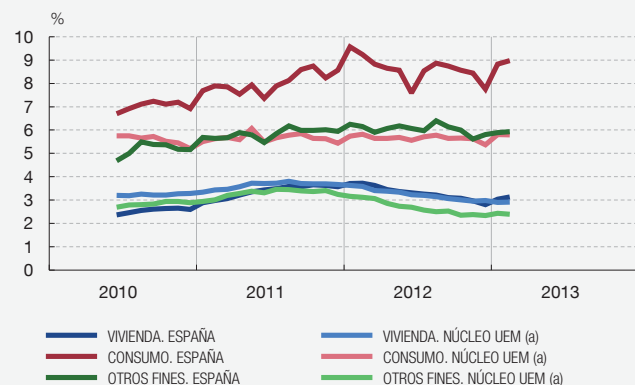
1 RENTABILIDADES DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



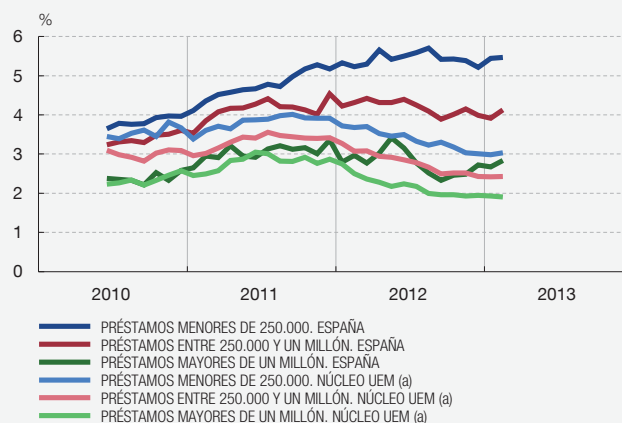
2 PRIMA DE LOS CDS A CINCO AÑOS



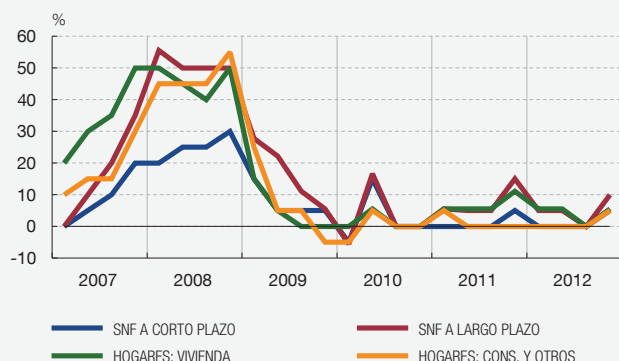
3 TIPOS DE INTERÉS BANCARIOS. HOGARES



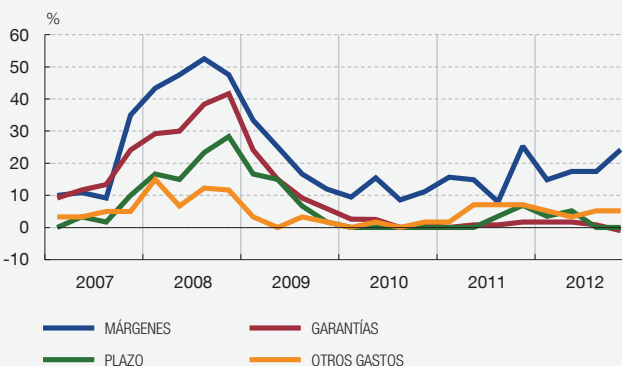
4 TIPOS DE INTERÉS BANCARIOS. SOCIEDADES NO FINANCIERAS



5 VARIACIÓN EN LOS CRITERIOS DE APROBACIÓN DE NUEVOS PRÉSTAMOS. EPB (b)



6 CONDICIONES DE LOS CRÉDITOS. EPB (b)



FUENTES: Datastream y Banco de España.

a Definido como el agregado de Alemania, Francia, Holanda, Bélgica y Austria. Para agregar las distintas categorías por plazos se utilizan los mismos pesos (volumen de operaciones) que en España, de manera que la comparación no se vea afectada por diferencias entre dichos pesos en una y otra área.

b Promedio de las respuestas de los bancos españoles a la Encuesta sobre Préstamos Bancarios del Eurosistema. Un valor positivo (negativo) indica un endurecimiento (relajación) de los criterios y condiciones.

la revitalización del programa de compra de deuda pública en agosto de 2011, la aprobación de un segundo programa de compra de bonos garantizados en noviembre de ese mismo año, la ampliación de los activos admisibles como colateral en las operaciones de inyección de liquidez del Eurosistema en varias ocasiones y, sobre todo, las subastas de fondos a tres años de diciembre de 2011 y febrero de 2012 y el programa de Operaciones Monetarias de Compraventa (OMT, por sus siglas en inglés) en septiembre de 2012.

Todo ello se ha traducido en una reducción de los tipos de interés negociados en los mercados interbancarios hasta niveles en torno al 0,20 % para el plazo de tres meses, y del 0,55 % para el de doce meses (135 pb y 155 pb, respectivamente, por debajo de los existentes en agosto de 2011). Estas condiciones monetarias expansivas se han transmitido también al resto de mercados de los países centrales de la UEM (Alemania, Francia, Holanda, Bélgica, Austria, etc.), resultando en un descenso, más o menos generalizado, de los costes de financiación de los agentes privados y públicos, a todos los plazos, en dichos países, como ilustran por ejemplo los actuales niveles históricamente reducidos de las rentabilidades de la deuda pública a diez años en Alemania y en Francia (por debajo del 1,5 % y en torno al 2 %, respectivamente, unos 100 pb menos que en agosto de 2011).

Por el contrario, estas condiciones monetarias se han transmitido en mucha menor medida a los países de la UEM más afectados por las tensiones recientes, entre los que se encuentra España. Así, el rendimiento de la deuda pública española a diez años se mantenía, a comienzos de abril del año en curso, unos 60 pb por debajo de los de agosto de 2011, si bien se ha producido una mejoría más marcada con respecto a la situación de comienzos del verano de 2012, cuando llegó a superar puntualmente el 7 % (véase panel 1 del gráfico adjunto). Desde entonces, las distintas decisiones del Eurosistema y de las autoridades económicas nacionales y europeas han propiciado un descenso de más de 200 pb en el diferencial de rentabilidad frente a Alemania, que, no obstante, permanece por encima de los 300 pb, tal como ha venido haciendo durante todo este período. Esta evolución condiciona también la disponibilidad y coste de la financiación ajena para los agentes privados.

Desde los meses de junio-julio de 2012, el acceso de estos últimos a los mercados mayoristas también ha registrado una clara mejoría (véase panel 2 del gráfico adjunto). No obstante, nuevamente aquí, los costes de financiación vía valores (aproximados por las primas de los CDS) permanecían significativamente por encima de los observados en el conjunto de la UEM.

La conclusión anterior se refuerza aún más cuando se analiza el coste de la financiación de los hogares y de las sociedades no financieras en España vía préstamos bancarios, que son la principal fuente de recursos ajenos para dichos agentes en nuestro país. Como muestran los dos paneles centrales del gráfico adjunto, la relajación de la política monetaria del área del euro desde mediados de 2011 se ha trasladado muy limitadamente a la clientela de

las entidades de crédito españolas. De este modo, mientras que para los países del denominado núcleo de la UEM los tipos de interés medios aplicados a principios de 2013 eran claramente inferiores a los de agosto de 2011 (entre 90 pb y 105 pb, menos en los créditos a hogares para consumo, en los que se mantenían en el mismo nivel), en España se situaban, con la excepción de los préstamos para adquisición de vivienda, por encima de los niveles de entonces y de los correspondientes registros en los países centrales de la zona del euro. Los incrementos son particularmente notables en los préstamos para consumo de las familias (85 pb) y en los concedidos a empresas por un valor inferior a 250.000 euros (75 pb), que constituyen una aproximación al coste de financiación de las pymes, dado el menor importe habitual de las operaciones con aquellas. En la financiación para la compra de inmuebles, se produjo un descenso en este mismo período (45 pb), que fue, no obstante, inferior al que se observó en los otros países analizados (90 pb).

Los resultados de las contestaciones de las entidades españolas a la Encuesta sobre Préstamos Bancarios del Eurosistema también evidencian el carácter exigente de las condiciones de financiación de los hogares y las sociedades a través tanto de precios como de cantidades (véanse paneles inferiores del gráfico adjunto). Así, los criterios aplicados por los prestamistas para la aprobación de nuevos créditos, tras haberse hecho notablemente más restrictivos en los años 2007-2009, o bien habrían permanecido relativamente estables, o bien habrían registrado algunos endurecimientos adicionales desde entonces. Las condiciones de los préstamos, según esa misma encuesta, también habrían tendido a hacerse, durante los últimos dos años, más desfavorables para los prestatarios, particularmente en lo que se refiere a los márgenes aplicados y a los otros gastos distintos del tipo de interés.

Los factores explicativos de esta falta de traslación (o traslación incompleta) de los impulsos monetarios expansivos en nuestro país (así como en otros, afectados también por las tensiones financieras recientes) reflejan, lógicamente, la situación cíclica más desfavorable de la economía española, que justifica unas primas de riesgo algo más elevadas. Un indicio de ello es el hecho de que el comportamiento diferencial observado sea particularmente marcado en aquellas operaciones más arriesgadas (por tener una probabilidad de impago en general más elevada y no contar habitualmente con garantías), como son los préstamos al consumo y a las pymes. No obstante, las diferencias observadas son de una magnitud muy importante y difícilmente pueden justificarse exclusivamente por divergencias cíclicas. La crisis financiera ha desencadenado una fragmentación pronunciada del sistema financiero de la UEM que ha afectado singularmente a las entidades bancarias de los distintos países, cuyos costes de financiación han tendido a alinearse fuertemente con la evolución de los riesgos soberanos con relativa independencia de la situación individual de cada una de ellas. Esto se ha traducido en unos costes de financiación para los bancos (y, por tanto, para los agentes privados que estos financian) que resultan demasiado elevados para el tono de la política monetaria única en aquellas economías que, como la española, han sido más afectadas por las tensiones financieras.

3,9 % y el 7,1 %, respectivamente, en relación con el mismo período de 2012. En términos intertrimestrales anualizados, el ritmo de contracción de los préstamos a las familias aumentó 0,5 pp, situándose en el 4,5 %, mientras que el de las sociedades se situó en el 10 %, tasa idéntica a la del cierre del ejercicio anterior.

La reducción de la deuda de las familias en el cuarto trimestre de 2012 vino acompañada de un descenso de sus ingresos, por lo que la ratio de deuda sobre la renta bruta disponible (RBD) apenas varió. En cambio, la disminución del coste medio de la deuda viva, que está vinculado principalmente a la evolución de los tipos interbancarios, permitió que se redujera ligeramente la carga financiera asociada en términos de la RBD. Por otra parte, continuaron disminuyendo tanto la riqueza neta como el ahorro no destinado al servicio de la deuda, que se mantiene en registros negativos. En el caso de las sociedades, se redujeron tanto la ratio de deuda como la carga financiera, al tiempo que los datos de la muestra de compañías colaboradoras con la Central de Balances Trimestral (CBT) revelan una fuerte caída de la actividad y de las rentas empresariales en 2012 en relación con el año anterior. La información de avance para el primer trimestre de 2013 apunta a nuevos retrocesos en las ratios de endeudamiento y de carga financiera, tanto en el caso de los hogares como en el de las empresas.

El aumento de la presión financiera soportada por los hogares y las sociedades se siguió reflejando en incrementos en el volumen de créditos dudosos, lo que, unido al retroceso de la financiación bancaria concedida al conjunto de los otros sectores residentes, se tradujo en una elevación de 34 pb en la ratio de morosidad de estos préstamos, en enero, que alcanzó el 10,8 %. En febrero se produjo un descenso de 40 pb en este indicador, como consecuencia del traspaso de créditos del denominado «grupo 2» a la SAREB.

En el caso de las AAPP, la expansión de los pasivos, junto con la debilidad mostrada por el PIB, se ha plasmado en nuevos aumentos de las ratios de endeudamiento y de carga financiera. En febrero, el dinamismo de la deuda de este sector siguió siendo elevado, aunque se moderó algo en relación con el de diciembre de 2012.

Por otra parte, de acuerdo con la información más reciente de las cuentas financieras, en el cuarto trimestre de 2012 la economía española registró capacidad de financiación, por segundo trimestre consecutivo, lo que llevó a que, en términos acumulados de doce meses, las necesidades de financiación de la nación se redujeran hasta el 0,2 % del PIB (1,5 pp menos que en septiembre) (véase cuadro 10). La relajación de las tensiones financieras que se ha venido registrando desde agosto favoreció que durante el último trimestre del año se hayan vuelto a observar entradas netas de capital, excluyendo las operaciones del Banco de España, lo que, junto con la capacidad de financiación de la economía, llevó a que siguiera reduciéndose la posición deudora del Banco de España frente al resto del mundo. Los datos más recientes de la Balanza de Pagos, correspondientes a enero, muestran una continuidad de estas tendencias recientes.

En resumen, durante el primer trimestre de 2013 las condiciones en los mercados financieros nacionales mostraron una cierta tendencia hacia la estabilización, que estuvo acompañada, no obstante, de algunos episodios de tensión, lo que refleja que persiste una elevada incertidumbre y que el proceso de recuperación de la estabilidad financiera en el área del euro no se asienta aún sobre una base suficientemente sólida. De hecho, los costes de la financiación del sector privado siguen sin dar síntomas de descenso y no recogen completamente el tono expansivo de la política monetaria. En este marco, la presión financiera sobre las sociedades y las familias es considerable, en un contexto de reducción de los excedentes empresariales, y de las rentas y el ahorro de los hogares.

Porcentaje del PIB

	2007	2008	2009	2010	2011	2012			
					IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR
Economía nacional	-9,6	-9,2	-4,3	-3,8	-3,2	-3,1	-2,6	-1,7	-0,2
Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH	-13,4	-6,5	5,5	5,0	4,2	4,1	4,0	4,2	4,3
Sociedades no financieras	-11,5	-6,7	-0,4	1,6	1,1	0,3	1,0	2,7	3,3
Hogares e ISFLSH	-1,9	0,2	5,9	3,3	3,1	3,8	3,0	1,5	1,0
Instituciones financieras	1,9	1,8	1,3	0,9	2,0	2,1	3,2	4,2	6,1
Administraciones Públicas	1,9	-4,5	-11,2	-9,7	-9,4	-9,4	-9,8	-10,0	-10,6
PRO MEMORIA									
Brecha de financiación de sociedades no financieras (a)	-17,9	-11,6	-1,4	-2,6	0,6	1,5	1,1	1,7	3,3

FUENTE: Banco de España.

a Recursos financieros que cubren el diferencial entre la formación bruta de capital ampliada (inversión real más financiera permanente) y el ahorro bruto.

5.2 El sector hogares

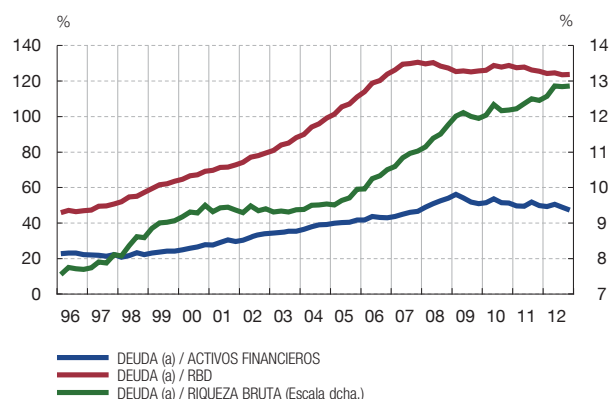
Los tipos de interés del crédito concedido a los hogares mostraron una evolución ascendente en los dos primeros meses de 2013. El coste de los fondos para adquisición de vivienda creció 33 pb, y el de los préstamos destinados a consumo y otros fines, 51 pb, hasta situarse en el 3,3 % y el 7,5 %, respectivamente. Estos incrementos reflejaron, fundamentalmente, la elevación de los diferenciales con respecto a las rentabilidades de mercado de referencia.

El ritmo de descenso de la deuda de las familias se ha intensificado ligeramente desde finales de diciembre, alcanzando en febrero, en términos interanuales, el 3,9 %, dos décimas por encima de la tasa registrada en diciembre. Esta evolución fue consecuencia del mayor retroceso experimentado tanto por los préstamos para adquisición de vivienda (3,7 %, frente al 3,5 % del cierre del ejercicio anterior) como por los destinados a consumo y otros fines (4,8 %, 0,2 pp más que en diciembre).

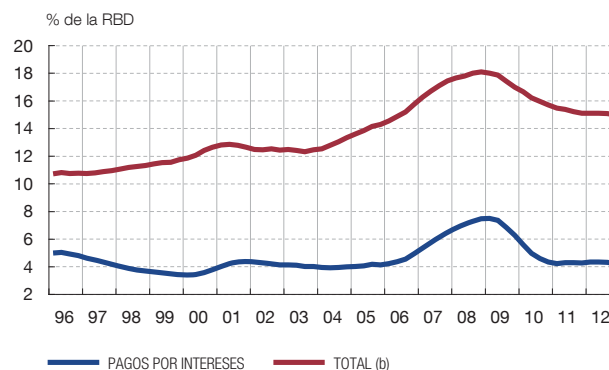
La reducción de los pasivos de las familias en el cuarto trimestre de 2012 fue similar al descenso de sus ingresos, de modo que la ratio de deuda sobre RBD apenas varió (véase gráfico 24). En cambio, la carga financiera en relación con la RBD disminuyó ligeramente gracias al mayor descenso del coste medio de la deuda viva, que en buena parte está referenciado al euríbor a un año. Al mismo tiempo, el perfil descendente que se viene observando desde comienzos de 2010 en la tasa de ahorro bruto y la capacidad de ahorro del sector una vez descontadas las amortizaciones se prolongó. También el patrimonio neto del sector descendió en este período, ya que el incremento del valor de su componente financiero fue insuficiente para compensar el retroceso que, nuevamente, presentó el asociado a los activos inmobiliarios.

De acuerdo con las cuentas financieras, la inversión de los hogares en activos financieros alcanzó el 1,1 % del PIB en el cuarto trimestre del pasado año, aunque, en términos acumulados de doce meses, la desinversión del sector en este tipo de instrumentos se acentuó, hasta alcanzar el 1,5 % del PIB (véase cuadro 11). Destacó la inversión en depósitos, que concentró el grueso de los flujos en este período, y que, en el conjunto del ejercicio, alcanzó el 0,5 % del PIB. En contraposición, las desinversiones más cuantiosas en el conjunto del año se registraron en los valores de renta fija y en los fondos de inversión (del 1,4 % y el 1,1 % del PIB, respectivamente).

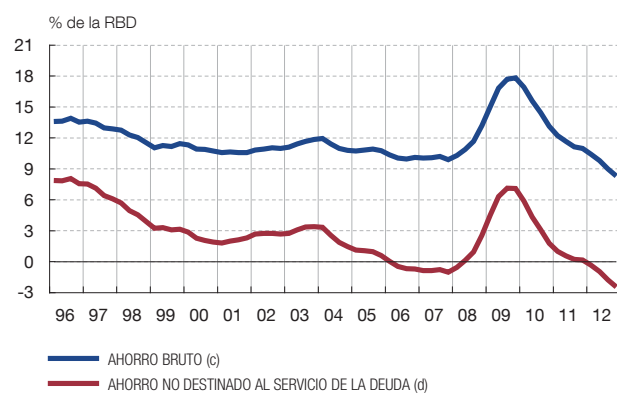
RATIOS DE ENDEUDAMIENTO



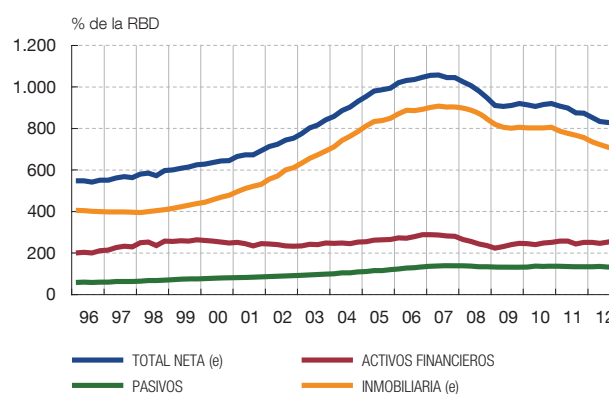
CARGA FINANCIERA



AHORRO



RIQUEZA



FUENTES: Ministerio de Vivienda, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a Incluye crédito bancario y crédito titulizado fuera de balance.
 b Estimación de pagos por intereses más amortizaciones.
 c Saldo de la cuenta de utilización de la renta disponible.
 d Ahorro bruto menos estimación de pagos por amortización.
 e Estimación basada en la evolución estimada del parque de viviendas, de su superficie media y del precio del metro cuadrado.

Por último, en el tramo final de 2012 la ratio de morosidad del crédito concedido a este sector se incrementó tanto en los préstamos otorgados para compra de vivienda (37 pb, hasta el 4 %) como, sobre todo, en los destinados a consumo y otros fines (103 pb, hasta el 9,5 %).

5.3 El sector de sociedades no financieras

Entre diciembre de 2012 y febrero de 2013, los tipos de interés del crédito concedido a las sociedades aumentaron 30 pb en las operaciones de importe inferior a un millón de euros, hasta el 5,6 %, mientras que en las de mayor cuantía el incremento fue algo más moderado, de 12 pb, situándose en el 3,1 %. Como en el caso de los hogares, esta elevación resultó, fundamentalmente, del ascenso de los diferenciales respecto a las rentabilidades de mercado de referencia. Por otra parte, la información sobre el coste de otras fuentes de financiación empresarial muestra un descenso del asociado a las emisiones de pagarés (de 27 pb), mientras que la captación de recursos mediante valores de renta fija a largo plazo y recursos propios se encareció en 42 pb y 39 pb, respectivamente. No obstante, en marzo se produjo una ligera disminución en estos dos últimos.

La caída de la deuda de las sociedades se intensificó en los primeros meses del año, hasta alcanzar el 7,1 % en febrero, en términos interanuales, frente al 6,2 % de finales de

OPERACIONES FINANCIERAS DE LOS HOGARES, ISFLSH Y SOCIEDADES NO FINANCIERAS
Datos acumulados de cuatro trimestres

CUADRO 11

Porcentaje del PIB

	2009	2010	2011	2012		
				II TR	III TR	IV TR
Hogares e ISFLSH						
Operaciones financieras (activos)	4,5	4,1	2,1	1,9	-0,1	-1,5
Efectivo	0,3	-0,2	-0,1	0,3	0,3	-0,1
Depósitos	2,4	2,6	0,0	-2,0	-2,2	0,5
Valores de renta fija (a)	0,7	0,9	1,9	2,1	1,1	-1,4
Acciones y otras participaciones (b)	0,9	1,0	0,4	2,4	1,9	1,7
Fondos de inversión	-0,1	-1,7	-0,4	-0,6	-0,9	-1,1
Reservas técnicas de seguros	0,8	0,5	-0,3	-0,1	-0,2	-0,1
<i>De las cuales:</i>						
<i>De vida</i>	0,6	0,1	0,5	0,2	0,1	0,0
<i>De jubilación</i>	0,2	0,3	-0,1	0,0	-0,1	-0,1
Resto	-0,6	1,0	0,5	-0,2	-0,3	-0,9
Operaciones financieras (pasivos)	-1,4	0,8	-1,0	-1,1	-1,6	-2,5
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	-0,3	0,1	-2,1	-2,8	-3,1	-3,4
Créditos para adquisición de vivienda (c)	0,1	0,5	-1,1	-1,8	-2,1	-2,2
Créditos para consumo y otros fines (c)	-0,4	-0,3	-0,9	-0,8	-0,9	-0,9
Resto	-1,1	0,7	1,1	1,7	1,4	0,9
Sociedades no financieras						
Operaciones financieras (activos)	-9,5	8,2	1,7	-0,4	0,1	-3,6
Efectivo	-0,2	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0
Depósitos	-0,3	0,1	-1,3	-2,2	-2,0	0,0
Valores de renta fija (a)	-0,6	1,7	1,8	3,2	3,1	1,1
Acciones y otras participaciones	-0,1	3,7	0,2	-0,5	-0,2	-0,8
<i>De las cuales:</i>						
<i>Frente al resto del mundo</i>	0,2	3,3	-0,1	0,0	0,6	-0,3
Crédito comercial e interempresas	-8,5	2,0	-1,8	-2,2	-1,2	-3,5
Resto	0,3	0,5	2,8	1,3	0,3	-0,4
Operaciones financieras (pasivos)	-9,1	6,6	0,5	-1,4	-2,6	-7,0
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	-3,2	-0,8	-3,6	-4,2	-4,9	-6,4
Préstamos exteriores	-0,1	1,0	0,6	0,0	-0,5	-1,5
Valores de renta fija (d)	1,3	0,5	0,5	0,3	0,4	0,7
Acciones y otras participaciones	1,6	2,8	3,6	2,9	2,4	2,9
Crédito comercial e interempresas	-8,4	2,4	-2,2	-2,1	-1,1	-3,4
Resto	-0,3	0,7	1,6	1,8	1,2	0,7
PRO MEMORIA: Tasas de crecimiento interanual (%)						
Financiación (e)	-0,9	0,4	-2,1	-3,0	-3,9	-5,2
Hogares e ISFLSH	-0,3	0,2	-2,4	-3,1	-3,6	-3,7
Sociedades no financieras	-1,4	0,6	-2,0	-2,8	-4,1	-6,2

FUENTE: Banco de España.

a No incorpora los intereses devengados no pagados, que se contabilizan en el resto.

b Excluye los fondos de inversión.

c Incluye los créditos titulizados fuera de balance.

d Incluye las emisiones realizadas por filiales financieras residentes.

e Definida como la suma de crédito bancario concedido por entidades de crédito residentes, préstamos exteriores, valores de renta fija y financiación.

2012⁶. El desglose por instrumentos muestra un aumento en el ritmo de contracción de la financiación otorgada por las entidades residentes, que disminuyó un 8,5 % en términos

6 Estas cifras no están afectadas por la transferencia de préstamos a la SAREB, ya que esta sociedad se incluye entre las entidades de contrapartida del crédito a las sociedades y, además, el efecto asociado a los recortes de valoración de estos activos no se tiene en cuenta al calcular los flujos. En cambio, este último efecto sí incide en la ratio de endeudamiento de las empresas. En particular, a los créditos traspasados a la SAREB se les aplicó un recorte medio del precio de alrededor del 50 % en relación con el valor bruto que figuraba en los balances de las entidades, que es el que se utilizaba para calcular este indicador.

interanuales, así como un menor dinamismo de las emisiones de valores de renta fija, cuyo saldo se expandió un 7,3 %, en términos interanuales, frente al 12,3 % de diciembre de 2012. La información más reciente del crédito por finalidades, referida al cuarto trimestre del año pasado, refleja que las disminuciones del saldo vivo de la financiación bancaria (corregida de las transferencias de préstamos a la SAREB) fueron más elevadas que en septiembre en casi todas las ramas de actividad. En el sector de la construcción se siguieron registrando las contracciones más intensas (del 12,3 % en relación con el mismo período de 2011). En la industria y los servicios inmobiliarios las tasas de retroceso aumentaron 1,4 pp y 2,4 pp, hasta alcanzar el 8,5 % y el 10,1 %, respectivamente, mientras que en el sector de servicios no financieros ni inmobiliarios el incremento fue menor, de solo 0,2 pp, hasta el 4,6 %.

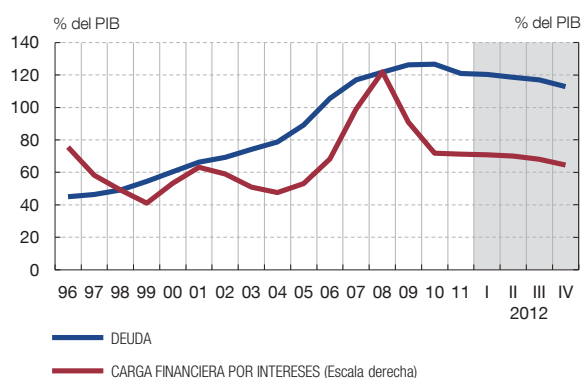
Los datos más recientes de las cuentas financieras, referidos al cuarto trimestre de 2012, muestran que la posición acreedora del sector de sociedades no financieras se incrementó hasta alcanzar el 3,3 % del PIB (frente al 2,7 % del trimestre anterior), en términos acumulados de doce meses. Este aumento, junto con el descenso de sus adquisiciones en el resto del mundo, se tradujo en un notable incremento del indicador «brecha de financiación» (que aproxima el exceso de recursos disponible tras cubrir el diferencial entre la formación bruta de capital ampliada con la inversión en el exterior de carácter permanente y el ahorro bruto de las empresas), que alcanzó el 5,4 % del PIB en el cuarto trimestre, frente al 1,8 % de septiembre.

La ratio de endeudamiento continuó reduciéndose durante los últimos meses de 2012, como resultado del descenso en el saldo de los recursos ajenos de este sector, que fue más intenso que el del PIB (denominador de esta ratio). En la caída de la deuda influyeron tanto los flujos netos de financiación negativos como, en mayor medida, los recortes de valoración de los pasivos transferidos a la SAREB⁷. La evolución descendente de la deuda, unida a la estabilidad del coste medio, habría permitido que la carga financiera se redujese nuevamente (véase gráfico 25). Para la muestra de sociedades colaboradoras con la CBT se observa un fuerte retroceso de la actividad y de las rentas empresariales en 2012. Así, el importante deterioro del excedente bruto de explotación, junto con los menores dividendos recibidos, provenientes fundamentalmente de filiales extranjeras, resultó en una contracción del resultado ordinario neto del 11,2 % respecto al obtenido en 2011. De esta forma, las rentabilidades del activo neto y de los recursos propios cayeron hasta el 5,4 % y el 7,1 %, respectivamente, frente al 5,7 % y 7,5 % registrados en el ejercicio precedente. Por su parte, la ratio de endeudamiento obtenida a partir de este agregado comenzó a mostrar una pauta decreciente, lo que revela que en el pasado ejercicio el perfil de desapalancamiento empresarial se extendió a las grandes empresas, que en la CBT están sobrerrepresentadas. La reducción experimentada por los pagos por intereses fue de una intensidad similar a la de los excedentes empresariales, por lo que la carga financiera se estabilizó a lo largo del ejercicio. En este contexto, los indicadores sintéticos de presión financiera sobre la inversión y el empleo aumentaron ligeramente respecto al trimestre previo, al reflejar el impacto negativo asociado al empeoramiento de las rentabilidades. De cara a los próximos trimestres, los analistas siguen anticipando nuevos retrocesos de los beneficios de las empresas cotizadas, si bien a un menor ritmo. Por el contrario, las perspectivas a más largo plazo se revisaron ligeramente a la baja (véase gráfico 26).

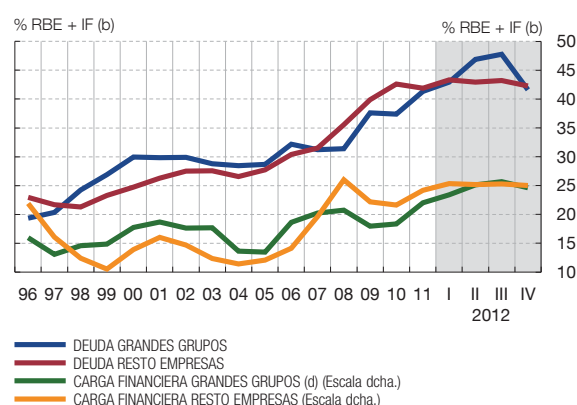
Por último, la ratio de morosidad de los créditos a las sociedades no financieras se redujo 0,5 pp en el último trimestre de 2012. Este retroceso está, no obstante, asociado a la

⁷ Véase nota a pie de página anterior.

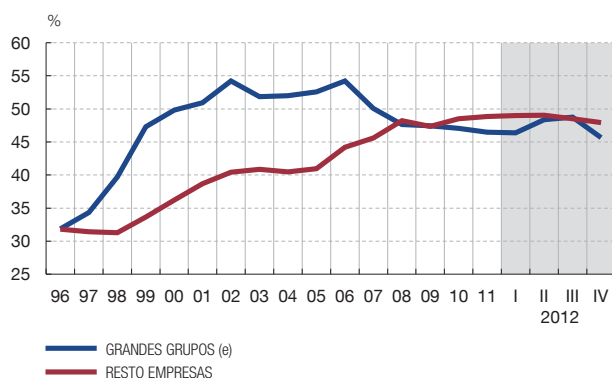
DEUDA (a) Y CARGA FINANCIERA POR INTERESES. CUENTAS NACIONALES



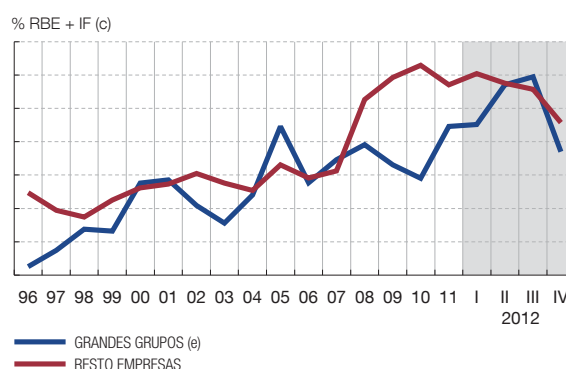
DEUDA (a) Y CARGA FINANCIERA POR INTERESES. CENTRAL DE BALANCES



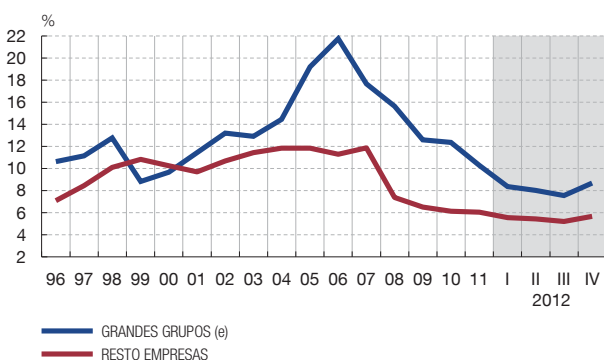
DEUDA (a) / ACTIVO (c). CENTRAL DE BALANCES



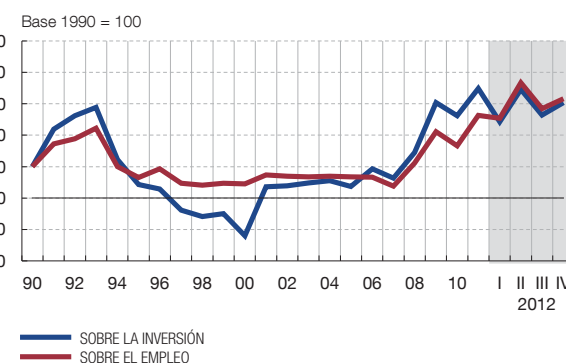
CARGA FINANCIERA TOTAL (f). CENTRAL DE BALANCES



RON / RECURSOS PROPIOS. CENTRAL DE BALANCES



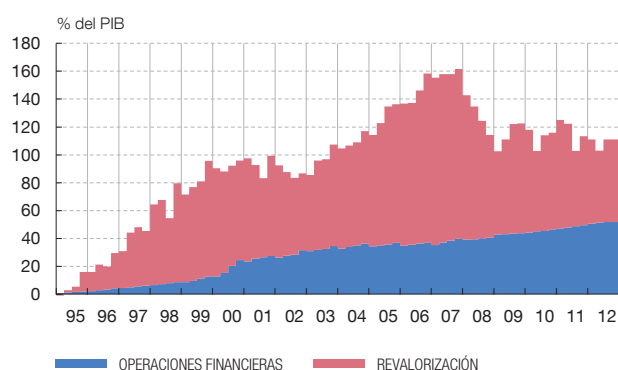
INDICADORES SINTÉTICOS DE PRESIÓN FINANCIERA (g)



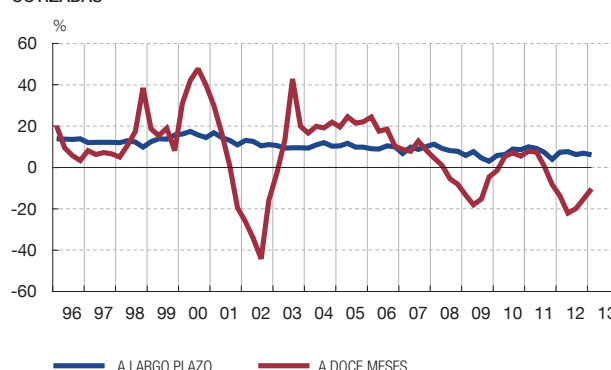
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a Los indicadores elaborados a partir de la muestra de Central de Balances se han construido hasta 2011 con la información de la CBA. Desde esa fecha en adelante, se han extrapolado a partir de la evolución de la BT.
- b Recursos ajenos con coste.
- c Resultado económico bruto de explotación más ingresos financieros.
- d Definido como total del activo ajustado por inflación menos pasivo sin coste.
- e Agregado de todas las empresas colaboradoras con la Central de Balances pertenecientes a los grupos Endesa, Iberdrola, Repsol y Telefónica. Ajustado por financiación intragrupo para evitar doble contabilización.
- f Incluye intereses más deuda a corto plazo con coste.
- g Indicadores estimados a partir de la CBA y de la CBT. Un valor superior (inferior) a 100 indica una mayor (menor) presión financiera que la del año base.

VARIACIÓN ACUMULADA DEL PATRIMONIO NETO (a)



EXPECTATIVAS DE CRECIMIENTO DE LOS BENEFICIOS DE LAS EMPRESAS COTIZADAS



FUENTES: I/B/E/S y Banco de España.

a Patrimonio neto aproximado por la valoración a precios de mercado de las acciones y otras participaciones emitidas por las sociedades no financieras.

transferencia de créditos que algunas entidades realizaron a la SAREB⁸ en este período y no refleja, por tanto, una mejora genuina de la situación patrimonial de las empresas. Dicha operación explica también la reducción de 1,2 pp que se registró en este indicador para la construcción y servicios inmobiliarios, que pasó a situarse en el 28,2 %, mientras que en el resto de ramas la proporción de préstamos dudosos se elevó 1,3 pp (hasta el 8,7 %).

5.4 Las Administraciones Públicas

Según las cuentas financieras, en el cuarto trimestre de 2012 las necesidades de financiación de las AAPP se incrementaron en 0,6 pp del PIB, en términos acumulados de doce meses, hasta alcanzar el 10,6 % del PIB (véase cuadro 10). Una parte de esas necesidades acumuladas en el ejercicio (3,6 pp) está asociada a las inyecciones de fondos realizadas en las instituciones financieras, que aumentaron el gasto público a través de la partida de transferencias de capital.

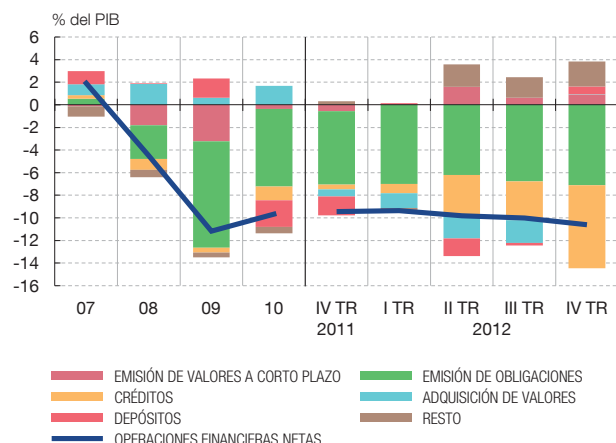
La emisión de valores de renta fija constituyó, como es habitual, uno de los principales canales usados por las AAPP para su financiación, obteniendo por esta vía fondos equivalentes a casi el 9 % del PIB del trimestre. En términos acumulados de doce meses, esta partida se mantuvo alrededor del 6 % del PIB (véase gráfico 27). No obstante, en el período analizado también aumentó sustancialmente el volumen de los recursos captados a través de créditos (3,9 pp, hasta representar el 7,3 % del PIB, en términos anuales). El grueso del flujo canalizado en el trimestre por esta vía recoge el importe prestado por el MEDE al FROB en el marco de las ayudas concedidas para la recapitalización de algunas entidades financieras⁹. Por el lado del activo, la inversión en valores del sector fue también elevada (4 % del PIB trimestral) en los meses finales de 2012, contrastando con las desinversiones registradas desde mediados de 2011, lo que refleja las participaciones del FROB en las entidades recapitalizadas.

La expansión de los pasivos de las AAPP, unida a la contracción de la actividad económica registrada en el cuarto trimestre, se tradujo en un nuevo ascenso de la ratio de

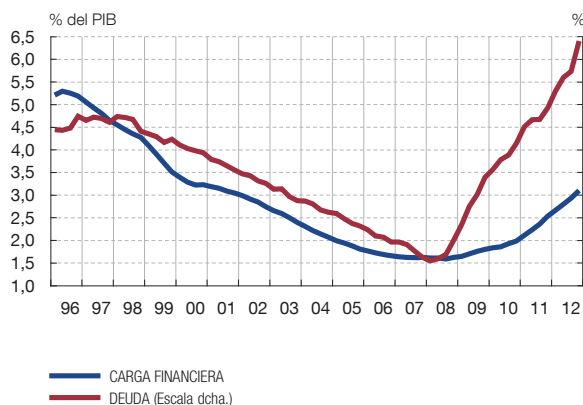
8 La transferencia de créditos a la SAREB supuso un descenso de los activos dudosos en los balances de las entidades. Como consecuencia de esta operación se redujo en casi 1 pp la ratio de morosidad del crédito concedido a otros sectores residentes.

9 En diciembre, el MEDE realizó un préstamo al FROB por un importe de 39,5 mm, de los cuales 37 mm fueron destinados a la recapitalización del denominado «grupo 1» (entidades que, en la fecha en la que se realizaron las pruebas de resistencia, eran controladas mayoritariamente por el FROB) y el resto se destinó a financiar la participación del FROB en la SAREB.

OPERACIONES FINANCIERAS NETAS. CONTRIBUCIONES POR INSTRUMENTOS (a)



CARGA FINANCIERA POR INTERESES Y RATIO DE DEUDA



FUENTE: Banco de España.

a Un signo positivo (negativo) significa aumento (disminución) de activos o disminución (aumento) de pasivos.

endeudamiento del sector como porcentaje del PIB hasta el 84,2 % (desde el 77,4 % de septiembre de 2012). También se elevó la carga financiera, hasta alcanzar el 3,1 % (desde el 2,9 % registrado tres meses antes).

La deuda de las AAPP siguió mostrando un crecimiento elevado en febrero, con una tasa de avance interanual del 19,6 %, algo inferior (en 0,4 pp), no obstante, al registro de diciembre. Por instrumentos, cabe destacar un menor dinamismo de las emisiones de renta fija a largo plazo y de los créditos recibidos, y una moderación de la contracción de los valores a corto plazo.

5.5 La posición financiera frente al exterior

De acuerdo con la información de las cuentas financieras, en el cuarto trimestre de 2012 la economía española presentó capacidad de financiación, por segundo trimestre consecutivo, lo que permitió que, en términos acumulados de doce meses, el saldo deudor se redujese, hasta situarse en el 0,2 % del PIB, 1,5 pp menos que en septiembre (véase cuadro 10). Esta evolución fue el resultado del incremento del ahorro financiero neto de las sociedades no financieras y, sobre todo, de las instituciones financieras, que compensó la caída del saldo acreedor de los hogares y el incremento del déficit de las AAPP.

El detalle por instrumentos muestra que en ese trimestre el grueso de los fondos captados del exterior se canalizó a través de valores de renta fija (sobre todo, emitidos por las AAPP) y de préstamos. Mediante los primeros se captó un volumen equivalente al 17,2 % del PIB (aunque en términos acumulados de cuatro trimestres siguieron observándose desinversiones) (véase cuadro 12). Los créditos de no residentes alcanzaron un volumen equivalente al 13 % del PIB del trimestre, importe que recoge, fundamentalmente, los préstamos que el MEDE ha otorgado a las AAPP (al FROB, en particular) en el ámbito de la ayuda para la recapitalización de algunas entidades financieras antes mencionada. Asimismo, aumentó la inversión de los no residentes en acciones y otras participaciones emitidas por los agentes nacionales, así como la inversión directa del exterior en España, que, no obstante, en términos acumulados de doce meses, se mantuvo en registros similares a los de septiembre (2,1 % del PIB). Por su parte, la financiación externa neta captada por las entidades de crédito en el mercado interbancario y con cámaras de contrapartida

OPERACIONES FINANCIERAS DE LA NACIÓN
Datos acumulados de cuatro trimestres

CUADRO 12

Porcentaje del PIB

	2009	2010	2011	2012		
				II TR	III TR	IV TR
Operaciones financieras netas	-4,3	-3,8	-3,2	-2,6	-1,7	-0,2
Operaciones financieras (activos)	-0,6	-3,7	1,7	3,9	-0,1	0,9
Oro y DEG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Efectivo y depósitos	-3,3	-1,4	0,1	1,6	0,9	0,4
De los cuales:						
Interbancario entidades de crédito	-1,7	-1,3	0,0	1,2	0,5	0,2
Valores distintos de acciones	0,0	-7,3	-1,1	-0,8	-2,5	-1,2
De los cuales:						
Entidades de crédito	1,2	-3,2	1,3	0,8	-0,4	1,3
Inversores institucionales	-1,0	-4,1	-2,2	-1,3	-1,8	-1,7
Acciones y otras participaciones	1,6	3,1	0,6	-0,1	0,7	0,5
De las cuales:						
Sociedades no financieras	0,2	3,3	-0,1	0,0	0,6	-0,3
Inversores institucionales	0,6	0,5	-0,4	-0,4	-0,1	0,4
Préstamos	0,3	1,0	2,1	3,4	1,4	1,7
Operaciones financieras (pasivos)	3,7	0,1	4,9	6,5	1,6	1,1
Depósitos	-0,5	-0,5	8,8	19,3	12,7	0,2
De los cuales:						
Interbancario entidades de crédito (a)	0,7	-7,5	-3,6	-6,6	-5,4	-5,3
Cesiones temporales entidades de crédito (b)	0,1	5,8	2,7	-5,2	-8,6	-8,0
Interbancario Banco de España (posición intrasistema)	-0,8	0,2	10,6	33,7	29,1	14,7
Valores distintos de acciones	3,5	-2,7	-7,5	-16,6	-14,5	-6,2
De los cuales:						
Administraciones Públicas	5,2	2,0	-1,1	-4,7	-3,1	0,7
Entidades de crédito	1,0	-1,8	-2,7	-5,9	-6,0	-4,1
Otras instituciones financieras no monetarias	-2,7	-3,0	-3,7	-6,0	-5,4	-2,8
Acciones y otras participaciones	1,0	2,1	2,6	2,4	2,6	3,3
De las cuales:						
Sociedades no financieras	0,4	2,3	2,7	2,7	2,5	2,9
Préstamos	0,2	1,4	0,9	1,3	0,7	3,9
Otros neto (c)	-1,1	-1,1	0,0	0,4	0,6	0,5
PRO MEMORIA:						
Inversión directa de España en el exterior	0,9	2,7	2,7	1,6	1,2	-0,4
Inversión directa del exterior en España	0,7	2,9	2,8	2,4	2,1	2,1

FUENTE: Banco de España.

a Incluye operaciones *repo* bilaterales.

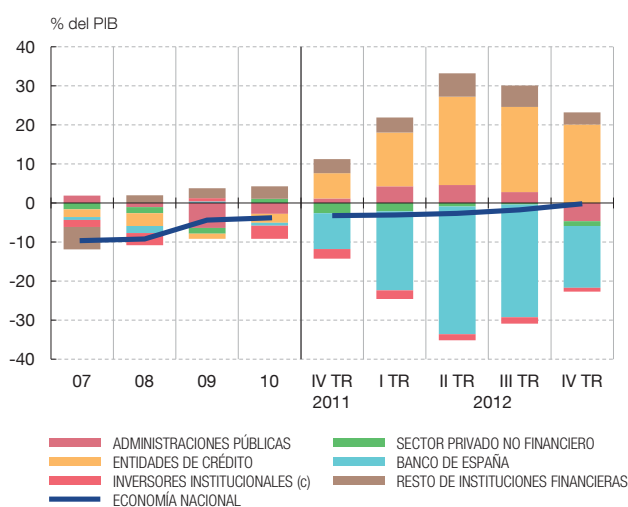
b Incluye las operaciones con cámaras de contrapartida central.

c Incorpora, además de otras partidas, la rúbrica de activos que recoge las reservas técnicas de seguro y el flujo neto de crédito comercial.

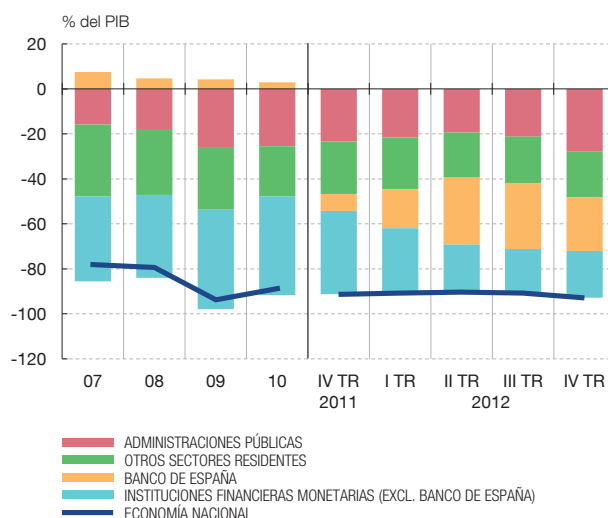
central descendió por un importe equivalente al 9,5 % del PIB. Asimismo, la posición deudora intrasistema del Banco de España también se redujo sustancialmente (por un flujo equivalente al 26 % del PIB del trimestre), lo que llevó a que, en términos acumulados del año, este importe disminuyese, hasta situarse en el 14,7 % del PIB).

Por otra parte, en el cuarto trimestre los sectores residentes incrementaron sus tenencias de activos frente al resto del mundo por un importe equivalente al 2,8 % del PIB (0,9 % del PIB, en términos acumulados de doce meses). No obstante, esta evolución se explica

OPERACIONES FINANCIERAS NETAS (b)



ACTIVOS FINANCIEROS NETOS



FUENTE: Banco de España.

a Para operaciones, datos acumulados de cuatro trimestres. Para saldos, datos de final de período. No incluyen activos y pasivos sin sectorizar.

b Un signo negativo (positivo) indica que el resto del mundo otorga (recibe) financiación al (del) sector contrapartida.

c Empresas de seguro e instituciones de inversión colectiva.

fundamentalmente por el aumento de la adquisición de valores de renta fija (por un volumen equivalente al 5,1 % del PIB), que recoge el incremento de las tenencias de títulos emitidos por el MEDE en poder de las entidades de crédito a raíz de las operaciones de recapitalización del sistema bancario. Los restantes activos financieros registraron una pauta contractiva, salvo los créditos concedidos al exterior, que aumentaron en el trimestre un 1,7 % del PIB. Por su parte, la inversión directa de España en el exterior fue negativa por un importe equivalente al 2,4 % del PIB (en términos acumulados de doce meses, la desinversión fue del 0,4 %).

El curso de los flujos financieros con el exterior, junto con las variaciones en el precio de los activos y el tipo de cambio, hizo que la posición deudora neta de la economía española frente al resto del mundo aumentara 2 pp respecto a la del tercer trimestre, situándose en el 92,9 % del PIB, de acuerdo con los datos procedentes de la Posición de Inversión Internacional (véase gráfico 28). Por sectores, esta evolución resultó del aumento del saldo deudor de las AAPP y, en menor medida, de las instituciones financieras monetarias españolas (excluyendo al Banco de España), que fue parcialmente compensado por el descenso de la posición deudora del Banco de España y del sector privado no financiero.

19.4.2013.

Este artículo ha sido elaborado por Pablo Hernández de Cos y Javier J. Pérez, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

Introducción

En septiembre de 2011 se decidió reforzar el marco de reglas presupuestarias vigentes en España con la aprobación de una reforma de la Constitución, según la cual se elevó a rango constitucional la obligación de que todas las Administraciones Públicas (AAPP) adecuen sus actuaciones al principio de estabilidad presupuestaria¹. Con posterioridad, el 27 de abril de 2012 se aprobó la Ley Orgánica de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera (LEP), que desarrolla la citada reforma constitucional, reemplazando las leyes de estabilidad vigentes. La LEP introdujo modificaciones significativas en las definiciones y mecanismos de determinación de los límites de déficit, deuda y gasto públicos aplicables a los distintos niveles de las AAPP, así como cambios en los procedimientos y mecanismos de corrección en caso de desviación con respecto a los mismos.

Las nuevas reglas presupuestarias y su encaje legal constitucional responden a una tendencia compartida por el resto de países europeos, y reflejada en distintas reformas recientemente introducidas en la arquitectura institucional de la unión monetaria². En efecto, la respuesta de política económica a la crisis de deuda soberana en el área del euro está siendo muy amplia e incluye, entre otros aspectos, una revisión del marco de gobernanza económica de la UE. En materia presupuestaria se ha aprobado, en primer lugar, una reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) con el objetivo de fortalecer su implementación, que incluye una modificación de la vertiente preventiva con la incorporación de la evolución del gasto en la evaluación del cumplimiento de los objetivos presupuestarios a medio plazo de los países, el reforzamiento del criterio de la deuda pública, así como la introducción de nuevas obligaciones de información y sanciones financieras para los países de la zona del euro, que se aplicarán con mayor anticipación y de manera más gradual y gozarán de un mayor automatismo en su aprobación. Asimismo, la reforma reconoce la importancia de una definición adecuada de los marcos fiscales no solo a nivel europeo, sino también en el ámbito nacional, por lo que se exige a los Estados miembros el cumplimiento de una serie de requisitos mínimos en sus marcos presupuestarios con el fin de que contribuyan de una manera más eficaz al logro de la estabilidad presupuestaria. Asimismo, en el Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza (TECG), acuerdo intergubernamental firmado por el Consejo Europeo el 2 de marzo de 2012, los países se comprometen a mantener un saldo estructural equilibrado y a trasladar este compromiso a sus ordenamientos jurídicos nacionales y, preferiblemente, a la Constitución.

Este es el contexto en el que se enmarca la reforma del marco presupuestario en España, cuyo análisis detallado se realiza en este artículo. Para ello, en el siguiente apartado se repasan y analizan los límites cuantitativos al déficit, deuda y gasto públicos que establece el nuevo marco, mientras que en el apartado tercero se examinan los casos en que la ley permite desviaciones respecto a esos umbrales. La reforma incluye un período transitorio para avanzar gradualmente en la reducción del déficit y de la deuda desde sus niveles actuales hasta situarlos por debajo de los límites establecidos que finaliza en 2020. Las

¹ Véase Hernández de Cos (2011).

² Véase Caballero *et al.* (2011).

disposiciones relativas a este período transitorio se analizan en el apartado cuarto. El artículo se completa con un recuadro en el que se resumen los procedimientos de fijación de objetivos y de seguimiento y control de su cumplimiento incluido en la LEP. En el último apartado se presentan algunas conclusiones.

Límites cuantitativos al déficit, deuda y gasto públicos

La Ley de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera establece tres tipos de restricciones a la actuación de las AAPP: no podrán alcanzar un saldo público deficitario en términos estructurales, el crecimiento del gasto público deberá ser como máximo el del crecimiento potencial nominal de la economía y la ratio de deuda pública sobre PIB no podrá superar el 60 %. A continuación se describen y analizan estos límites.

EL LÍMITE AL DÉFICIT PÚBLICO EN TÉRMINOS ESTRUCTURALES

La LEP fija un límite al déficit público definido en términos estructurales frente a su aplicación sobre el déficit observado como sucedía en las leyes de estabilidad presupuestaria previas. En concreto, establece que el Estado y las Comunidades Autónomas (CCAA) no podrán incurrir en un déficit estructural³. Este criterio no se aplica, sin embargo, a las Corporaciones Locales (CCLL) y la Administración de la Seguridad Social (SS), que deberán mantener una posición de equilibrio o superávit presupuestario, y no solo en términos del saldo estructural correspondiente⁴.

La estimación del déficit estructural se obtiene como diferencia entre el déficit observado y el déficit cíclico⁵, y este último se calcula mediante la aplicación de las elasticidades de los ingresos y gastos públicos a la desviación, o brecha de producción, entre el PIB observado y el potencial o tendencial. Existen diferentes métodos disponibles en la literatura económica para la estimación de la brecha de producción y la elasticidad de los ingresos y gastos públicos. La Ley ha optado por aplicar el método que se utiliza en la actualidad en la Unión Europea, esto es, déficit ajustado del ciclo y neto de medidas excepcionales y temporales, desarrollado por la Comisión Europea (CE) de forma conjunta con los Estados miembros⁶. En concreto, este método se basa en la estimación del PIB potencial basada en una función de producción, que requiere evaluar cada uno de sus componentes (empleo, capital y productividad total de los factores) en sus valores

3 Debe recordarse que la normativa del TCEG establece un límite al déficit estructural del 0,5 % del PIB, aunque se permite un déficit estructural de, como mucho, el 1 % del PIB en caso de que la ratio de deuda pública sobre el PIB se encuentre significativamente por debajo del 60 % del PIB y los riesgos para la sostenibilidad de las finanzas públicas en el largo plazo sean bajos. Por su parte, la vertiente preventiva del PEC establece la necesidad de alcanzar los objetivos de medio plazo (MTO), que se definen también en términos del déficit estructural. Cada Estado miembro presenta su propio objetivo presupuestario a medio plazo en su programa de estabilidad o de convergencia, que no puede superar el derivado de la metodología de cálculo acordada, y es valorado por el Consejo ECOFIN. Estos objetivos se revisan cuando se realiza una reforma estructural importante y, en cualquier caso, cada cuatro años. En el caso de España, de acuerdo con la metodología de cálculo de los objetivos de medio plazo acordada por el ECOFIN en julio de 2009 [Comisión Europea (2010)], el déficit estructural podría alcanzar hasta alrededor del 0,5 %, aunque la actualización del Programa de Estabilidad 2009-2010 fijó este objetivo en un saldo estructural en equilibrio, que se mantuvo en los programas de estabilidad posteriores.

4 En el caso de las CCLL, la ley de estabilidad previa permitía a los ayuntamientos de mayor tamaño alcanzar un déficit del 0,05 % del PIB cuando el crecimiento económico fuera inferior al 2 %. En este sentido, debe tenerse en cuenta que los ingresos de las CCLL pueden presentar una cierta respuesta cíclica, dado que cuentan con una participación en los ingresos tributarios del Estado (que dependen de la evolución del ciclo económico) y, en el caso de los grandes municipios, con la cesión de un porcentaje del IRPF, IVA y los impuestos especiales. Por lo tanto, el cumplimiento de los límites establecidos en términos de saldo público observado cero obligará a que estas entidades deban alcanzar un superávit estructural en las expansiones, que les permita compensar el impacto negativo sobre la recaudación en las épocas de desaceleración sin tener que aplicar medidas compensatorias de ajuste.

5 El cálculo del saldo estructural requiere, además, ajustar este último por los factores temporales o excepcionales.

6 Véase Denis *et al.* (2006) y Orden ECC/2741/2012, de 20 de diciembre, de desarrollo metodológico de la Ley Orgánica 2/2012, de 27 de abril, de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera, sobre el cálculo de las previsiones tendenciales de ingresos y gastos y de la tasa de referencia de la economía española.

La nueva Ley de Estabilidad Presupuestaria establece un procedimiento muy detallado para la fijación anual de los objetivos presupuestarios para el conjunto de las AAPP y sus agentes. Además, detalla los mecanismos para el seguimiento del cumplimiento de estos objetivos, establece mejoras significativas en términos de transparencia de las cuentas públicas y fija un conjunto de instrumentos para prevenir los incumplimientos o corregirlos en caso de que se produzcan. En este recuadro se detallan los principales aspectos de la nueva legislación en relación con estas cuestiones.

1 Procedimiento de fijación de objetivos presupuestarios y su seguimiento

- Antes del 1 de abril de cada año (t), el Ministerio de Hacienda y AAPP (MHAP) deberá hacer una propuesta de fijación de los objetivos de estabilidad y de deuda pública para los tres años siguientes tanto para el sector AAPP como su desglose por subsectores. La propuesta será remitida al Consejo de Política Fiscal y Financiera (CPFF) y el Consejo Nacional de Administración Local (CNAL), que dispondrán de 15 días para emitir un informe sobre la misma¹.
- Tras el informe del CPFF y la CNAL, en el primer semestre del año (t) el Gobierno fijará los objetivos de estabilidad, incluido el límite de gasto del Estado. El acuerdo del Consejo de Ministros se remitirá a las Cortes Generales para su aprobación.
- Una vez aprobados los objetivos por subsectores, el MHAP propondrá al CPFF los objetivos individuales de cada comunidad autónoma (CA) para que emita un informe en el plazo de 15 días. Con posterioridad, el Gobierno aprobará los objetivos de cada CA.
- La elaboración de los proyectos de presupuesto de las AAPP habrá de acomodarse a dichos objetivos. En particular, las CCAA y las CCLL deberán aprobar sus límites de gasto, antes del 1 de agosto, y remitir las líneas fundamentales de sus próximos presupuestos, antes del 1 de octubre, al MHAP, que informará sobre la adecuación de los mismos a los objetivos de antes del 15 del mismo mes de octubre.
- En el primer trimestre del año siguiente (t+1), el MHAP informará al Gobierno sobre el grado de cumplimiento de los objetivos de estabilidad y de deuda pública en los presupuestos iniciales de las AAPP y sobre el cumplimiento de la regla de gasto de esos mismos presupuestos iniciales para el caso de la Administración Central (AC) y de las CCAA.

- Antes del 1 de octubre del año siguiente (t+1), el MHAP presentará al Gobierno un informe sobre el grado de cumplimiento de las reglas en el año anterior (t), que también incluirá una previsión sobre el cumplimiento en el ejercicio corriente.

2 Mejora de la transparencia

- Los presupuestos de todas las AAPP deben incluir información precisa para relacionar el saldo de ingresos y gastos del presupuesto con la capacidad o necesidad de financiación según el Sistema Europeo de Cuentas Nacional (SEC).
- Se establecen unos requisitos mínimos de información que deberán proporcionar las AATT, entre los que se incluyen liquidaciones mensuales de ingresos y gastos de las CCAA y trimestrales en el caso de las CCLL, y toda la información necesaria para calcular la ejecución presupuestaria en términos de contabilidad nacional². Así, desde junio de 2012 la IGAE comenzó a publicar de manera regular cuentas trimestrales de todos los subsectores de las AAPP en términos del SEC 95. Asimismo, desde octubre de 2012 el MHAP viene publicando de manera regular las cuentas mensuales de las CCAA en términos de contabilidad presupuestaria y, desde marzo de 2013, en términos de contabilidad nacional para las CCAA y la SS.

3 Mecanismos de prevención de los incumplimientos

- El Gobierno deberá formular una advertencia a las CCAA o a las CCLL cuando aprecie el riesgo de incumplimiento del objetivo de estabilidad, de deuda o de la regla de gasto. Tras esta advertencia, la administración responsable deberá tomar medidas en el plazo de un mes para corregir la situación, y, de no hacerlo así, o bien en el caso de que el MHAP considere que dichas medidas no son suficientes, se podrán imponer algunas de las medidas coercitivas previstas en la Ley.
- Se establece un sistema de prevención automático cuando la deuda se sitúe por encima del 95 % de los límites establecidos en la propia Ley³. En este caso, las únicas operaciones de endeudamiento permitidas serán las de tesorería.
- Para el caso del subsector de la Seguridad Social, si el Gobierno proyecta en el largo plazo un déficit en el sistema de pensiones, deberá revisar de forma automática el factor de sostenibilidad previsto en la Ley 27/2011, de 1 de agosto,

¹ La propuesta estará acompañada de un informe en el que se evalúe la situación económica en el horizonte temporal de fijación de los objetivos, que será elaborado por el Ministerio de Economía y Competitividad (MEC), previa consulta al Banco de España, y teniendo en cuenta las previsiones del Banco Central Europeo y de la CE.

² Orden HAP/2105/2012, de 1 de octubre, por la que se desarrollan las obligaciones de suministro de información previstas en la Ley Orgánica 2/2012, de 27 de abril, de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera.

³ En el período transitorio, hasta el año 2020, el porcentaje considerado será del 100 %.

sobre actualización, adecuación y modernización del sistema de Seguridad Social.

4 Mecanismos de corrección de los incumplimientos

- La Ley establece que la administración pública que supere su límite de deuda pública no podrá realizar operaciones de endeudamiento neto. Asimismo, en el caso de que se incumplan los objetivos de estabilidad presupuestaria o de deuda pública todas las operaciones de endeudamiento de las CCAA o las de largo plazo de las CCLL precisarán autorización del Estado^{4,5}.
- Cuando, en circunstancias normales, la AC, las CCAA o las CCLL incumplan los objetivos de estabilidad presupuestaria, de deuda pública o de la regla de gasto, deberán formular un Plan Económico Financiero (PEF), que debe permitir la corrección de las desviaciones en el plazo de un año. En el caso de que se den las circunstancias excepcionales contempladas en la Ley, la aparición de desviaciones requerirá la presentación de planes de reequilibrio (PR) que incluyan las sendas previstas para volver a alcanzar el objetivo de estabilidad presupuestaria o el de deuda pública⁶. En este caso, la Ley no establece ningún plazo para la corrección.
- El MHAP informará trimestralmente del seguimiento de todos los PEF y PR en vigor. Si en algún informe se veri-

fica alguna desviación en la aplicación de las medidas se requerirá a la administración responsable que la corrija. Si en el informe trimestral siguiente se verifica que no se ha dado cumplimiento a las medidas del plan y eso motivara el incumplimiento del objetivo de estabilidad, el MHAP podrá imponer las medidas coercitivas contempladas en la Ley.

- En caso de incumplimiento de los PEF o de los PR, la LEP establece la obligación de que la Administración responsable apruebe en el plazo de 15 días desde que se produzca el incumplimiento la no disponibilidad de créditos que garantice el cumplimiento del objetivo. En paralelo, se establecerá una sanción, consistente en la obligación de constituir un depósito remunerado en el Banco de España equivalente al 0,2 % de su PIB⁷. Si en el plazo de tres meses no se hubieran aplicado las medidas pertinentes de corrección, el depósito dejará de generar intereses, y, si transcurrido un nuevo plazo de tres meses, persiste el incumplimiento, el Gobierno, a propuesta del MHAP, podrá acordar que el depósito se convierta en multa. Si tras otro período de tres meses tras la fijación de la multa siguen sin adoptarse las medidas necesarias, el Gobierno podrá acordar el envío de una delegación de expertos, que deberá presentar una propuesta de medidas de obligado cumplimiento.
- En el caso de las CCAA, si no se adoptase el acuerdo de no disponibilidad de créditos, o no se constituyese el depósito obligatorio o las medidas propuestas por la delegación de expertos mencionadas, el Gobierno requerirá al presidente de la CA para que lleve a cabo la medida incumplida. Si no se atiende este requerimiento, el Gobierno, con la aprobación por mayoría absoluta del Senado, adoptará las medidas necesarias para obligar a la CA a su ejecución forzosa. Un procedimiento similar se prevé para el caso de las CCLL. En este caso, la persistencia en el incumplimiento puede llevar a la disolución de los órganos de la corporación local incumplidora.

4 O, en su caso, de la CA que tenga atribuida la tutela financiera de las CCLL.

5 Además, en el caso de las CCAA, si se incumple uno de esos objetivos o el de la regla de gasto se precisará un informe preceptivo y vinculante del MHAP para la concesión de subvenciones o la suscripción de convenios por parte de la Administración Central con las CCAA incumplidoras.

6 Tanto los PEF como los PR deberán elaborarse en el plazo de un mes desde que se constate el incumplimiento o se aprecien las circunstancias excepcionales, respectivamente, y su puesta en marcha no podrá exceder de tres meses. En el caso de la Administración Central, los planes serán elaborados por el Gobierno (a propuesta del MHAP) y se remitirán a las Cortes Generales para su aprobación y en caso de que se rechacen, el Gobierno dispondrá de un mes para presentar un nuevo plan. En el caso de las CCAA, los planes formulados por ellas mismas se remitirán al CPFF y, en caso de no ser considerados idóneos, este requerirá a la CA la presentación de un nuevo plan. Si no se presenta un plan en el plazo requerido o es rechazado de nuevo, el MHAP podrá imponer las medidas coercitivas establecidas en el proyecto.

7 Además, como la normativa previa, la ley establece que en el caso de que sean de aplicación a España sanciones en el marco de la normativa europea se trasladará a las administraciones responsables la parte que les sea aplicable.

	Elasticidades [1]	Pesos de los ingresos/gastos sobre PIB (promedio 1995-2012) [2]	Sensibilidades cíclicas [3] = [1] x [2] / 100
Total de impuestos y cotizaciones sociales	1,08	33,8	0,36
IRPF	1,92	7,0	0,13
Impuesto de Sociedades	1,15	2,9	0,03
Impuestos indirectos	1,00	10,9	0,11
Cotizaciones sociales	0,68	13,0	0,09
Total de gastos corrientes primarios	-0,16		
Seguro de desempleo	-3,30	1,8	-0,06
Resto de gastos primarios	-0,03	31,7	-0,01
Sensibilidad cíclica de las AAPP			0,43

FUENTES: IGAE y Orden ECC/2741/2012, de 20 de diciembre.

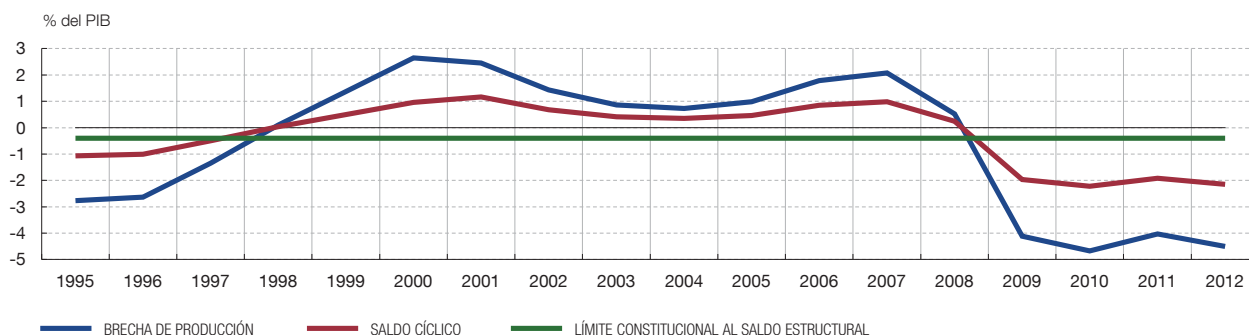
potenciales^{7 8}. En cuanto a las elasticidades de las variables fiscales con respecto al ciclo, estas se estiman para el IRPF, el impuesto sobre sociedades, los impuestos indirectos y las cotizaciones sociales, en el caso de los ingresos, y para las prestaciones por desempleo y el resto de gastos primarios, en el caso de los gastos (véase cuadro 1)⁹. La sensibilidad agregada del saldo público al ciclo económico se puede obtener como suma ponderada de esas elasticidades de ingresos y gastos públicos, donde las ponderaciones son los pesos de los distintos ingresos y gastos sobre el PIB nominal. Asumiendo una estructura de ingresos y gastos constante, la Comisión Europea fija esta sensibilidad cíclica del saldo público español en un valor ligeramente superior al 0,4. El componente cíclico del déficit en cada año se obtiene, por tanto, multiplicando esta sensibilidad por la brecha de producción (expresada en porcentaje del PIB potencial). Finalmente, como se ha mencionado con anterioridad, el componente ajustado del ciclo del déficit se obtiene como diferencia entre el saldo público observado y su componente cíclico estimado.

Desde el punto de vista del diseño de la política fiscal, la fijación del límite del déficit público en términos estructurales tiene la ventaja principal de que permite preservar su carácter estabilizador. En efecto, el componente cíclico del déficit se reduce (aumenta) en períodos de expansión (recesión) económica, dado que los ingresos públicos tienden a crecer (disminuir) y el gasto público a caer (aumentar) por la mera actuación de los estabilizadores automáticos, generando un efecto estabilizador sobre la economía. En la medida

7 En el caso del *stock* de capital, se estima a partir de una ecuación de dinámica de acumulación del capital en la que el capital del período es igual a la inversión bruta más el capital del período anterior y menos la depreciación. En cuanto al empleo potencial, este se estima a partir de la población en edad de trabajar (entre 15 y 64 años), la tasa de actividad potencial, el número de horas potenciales trabajadas por empleado y la NAWRU o tasa de desempleo no aceleradora de los salarios. Tanto la tasa de participación como el número de horas potenciales se obtienen aplicando el filtro de Hodrick-Prescott (HP) a las series observadas (o previstas). Por su parte, la NAWRU se estima como el componente no observable de una curva de Phillips que incluye como regresores la aceleración de la participación de los salarios en el PIB, la productividad del trabajo y los términos de comercio (definido como diferencia entre la tasa de crecimiento del deflactor del PIB y del consumo privado). Los pesos del factor trabajo y capital se fijan en 0,65 y 0,35. Finalmente, la PTF potencial se obtiene como una estimación de la tendencia del residuo anual del PIB una vez descontada la aportación del trabajo y del capital.

8 El período muestral de la estimación abarca desde el año 1980 hasta los seis años posteriores al año en curso (t) y se efectúa con datos anuales. Esta extensión es necesaria para evitar el problema de la sensibilidad del filtro Hodrick-Prescott a la información disponible en los extremos de la muestra. Para la extensión de las series se utilizan las previsiones macroeconómicas del Ministerio de Economía y Competitividad para el período entre t y t+3, mientras que entre t+4 y t+6 se extienden las series de horas trabajadas, tasa de participación y PTF mediante la aplicación de modelos ARIMA. En cuanto a las proyecciones de población, se utilizan las estimaciones de corto plazo del INE.

9 Véase Comisión Europea (2005).



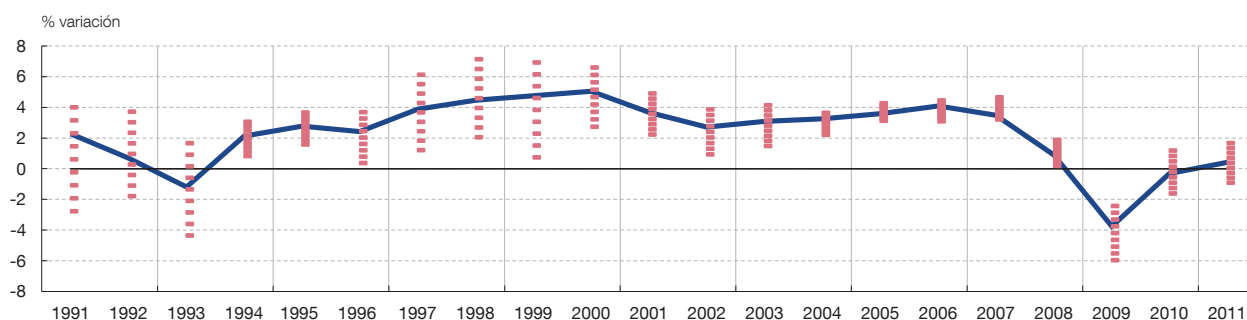
FUENTE: AMECO (actualización del 22 de febrero de 2013).

que los límites sobre el déficit estructural no afectan a la evolución del componente cíclico del déficit, una regla así definida permite el libre juego de estos estabilizadores automáticos. Además, podría permitir una actuación discrecional contracíclica de la política fiscal, más allá de la derivada de los estabilizadores automáticos, pero ello requeriría alcanzar superávits estructurales en las épocas de bonanza económica. Así, sobre la base de las estimaciones de saldo cíclico de las AAPP realizadas por la Comisión Europea para el período 1995-2012, una hipotética aplicación de la regla de déficit estructural cero habría sido compatible con oscilaciones del saldo de las AAPP en un rango comprendido entre un déficit máximo del 2,2 % del PIB en 2010 y un superávit del 1,1 % del PIB en 2000, valores del saldo cíclico estimado por la CE para esos años (véase gráfico 1).

La principal dificultad práctica de la definición del límite al déficit público en términos estructurales surge del hecho de que esta variable no es observable y requiere ser estimada, existiendo, como se ha señalado, diferentes métodos disponibles en la literatura económica que presentan resultados también distintos. La decisión de utilizar cómo metodología de referencia la que proporciona la Comisión Europea tiene la ventaja de que es conocida y fácilmente replicable por los analistas y evita las discrepancias que podrían surgir entre la regla nacional y la establecida a nivel europeo por la aplicación de una metodología distinta, lo que facilita el seguimiento de la situación de las finanzas públicas desde el punto de vista del cumplimiento de los compromisos comunitarios. En todo caso, debe tenerse en cuenta que las estimaciones de déficit estructural son objeto frecuente de revisiones, ya sea como resultado de la incorporación de nueva información disponible (presupuestaria o macroeconómica) o como consecuencia de posibles errores de previsión, dado que estas estimaciones requieren el uso de proyecciones macroeconómicas¹⁰. La nueva LEP no establece un tratamiento diferenciado ante la emergencia de revisiones del déficit estructural, como sí sucede en las reglas fiscales aplicadas en algunos países¹¹. Por otra parte, el establecimiento de un límite al déficit estructural que resulta aplicable no

10 En este sentido, Kempkes (2012), usando datos para los países de la OCDE, encuentra evidencia de que existe un sesgo significativo que hace que las brechas de producción estimadas en tiempo real sean más negativas que las estimadas con datos finales. La magnitud del sesgo se sitúa entre el -0,6 % y el -0,5 % del producto potencial PIB en promedio de todos los países y períodos, lo cual implica que la utilización de las brechas de producción estimadas en tiempo real habría permitido a los Gobiernos registrar déficits públicos más elevados que los que se habrían derivado de una estimación basada en el uso de los datos finales. Los resultados muestran también que el origen de estos sesgos se debería, sobre todo, a los errores sistemáticos en las proyecciones macroeconómicas y no tanto al método de estimación del producto potencial.

11 En el caso de la regla constitucional alemana, se corrige el resultado *ex post* del saldo estructural por el error en la previsión del PIB real. En el caso de la regla constitucional suiza, sin embargo, cuando se produce una desviación respecto al límite de la regla derivada de un error de proyección se incluye en su totalidad en una cuenta nacional, que solo requiere un ajuste si supera un determinado umbral.



FUENTE: Contabilidad Regional de España y Banco de España. Las líneas punteadas resaltan la distancia entre el máximo y el mínimo crecimiento en un año determinado de las diecisiete CCAA.

solo al Estado sino también a las CCAA plantea la cuestión de la estimación de este saldo estructural a nivel de cada administración pública. En este sentido, de acuerdo con lo especificado por la nueva ley de estabilidad, la Orden Ministerial ECC/2741/2012, de 20 de diciembre, detalla la metodología para distribuir el déficit estructural estimado para el conjunto de las AAPP entre los distintos agentes. En concreto, se ha optado por utilizar la misma medida de la brecha de producción para todas las CCAA y el Estado, que es la resultante de la aplicación de la metodología a nivel europeo mencionada con anterioridad. Dos tipos de argumentos justificarían esta decisión. Por un lado, la dificultad que entrañaría la estimación de una medida de brecha de producción distinta por CA que, a su vez, fuera compatible con la medición agregada utilizada en el contexto del PEC. Por otro lado, se argumenta que la sincronía cíclica entre las CCAA es muy elevada, a pesar de que la dispersión de las tasas de crecimiento del PIB real de las CCAA puede ser, en algunos años, elevada, lo que podría plantear en algún caso puntual problemas prácticos de implementación del criterio de una brecha de producción única (véase gráfico 2)¹².

Se ha optado, asimismo, por utilizar el mismo valor de las elasticidades de ingresos y gastos para el Estado y todas las CCAA (véase cuadro 1). A su vez, las sensibilidades cíclicas de cada Administración se obtienen como el producto de los pesos de los distintos ingresos y gastos que se consideran cíclicos (en porcentaje del PIB nacional) por las correspondientes elasticidades. De este modo, a la hora de computar los saldos estructurales, el único factor que puede determinar la existencia de diferencias en el impacto del ciclo entre administraciones es la existencia de discrepancias en los pesos de los ingresos y gastos públicos. En particular, las administraciones en cuyas cuentas tengan mayor peso las partidas más sensibles al ciclo, como puedan ser, por ejemplo, los gastos por desempleo o el impuesto sobre la renta de las personas físicas, tendrán un saldo cíclico comparativamente mayor¹³. A los efectos de la distribución del saldo cíclico se integra la Seguridad Social en la Administración Central, dado que, como señala la orden ministerial, las prestaciones por desempleo, un gasto con un marcado carácter cíclico, pueden ser financiadas indistintamente por cotizaciones, impuestos o deuda.

En el cuadro 2 se presenta un ejercicio de cómo habría quedado la distribución del saldo cíclico entre subsectores de las AAPP en el año 2011, aplicando la metodología mencionada

12 Por ejemplo, en 2009, si bien el PIB real del conjunto de la economía se contrajo un 3,7 %, los extremos se situaron entre las caídas del 6 % de la Comunidad Valenciana y la del 2,4 % de la Comunidad de Madrid.

13 En el caso de las CCAA, debe tenerse en cuenta, además, que algunas de estas reciben transferencias del Fondo de Garantía cuya evolución en el tiempo está vinculada a los ingresos tributarios del Estado, que incluyen la recaudación del Estado por IRPF, IVA e impuestos especiales. La elasticidad respecto a la brecha de producción de esta cesta de impuestos se estima en el 1,4.

	Brecha de producción en 2011(a)	Elasticidades	Pesos estimados en porcentaje del PIB nominal del año 2011			Distribución simulada del componente cíclico		
			Administración Central y Seguridad Social	Comuni- dades Autónomas	Corpora- ciones Locales	Administración Central y Seguridad Social	Comuni- dades Autónomas	Corpora- ciones Locales
	[1]	[2]	[3]	[4]	[5]	[6] = [1] x [2] x [3]	[7] = [1] x [2] x [4]	[8] = [1] x [2] x [5]
Total de ingresos						-0,88	-0,40	-0,12
IRPF	-4 %	1,92	3,79	3,17	0,47	-0,29	-0,24	-0,04
Impuesto de sociedades	-4 %	1,15	1,74	0,02	0,11	-0,08	0,00	-0,01
Impuestos indirectos	-4 %	1,00	3,89	3,95	2,03	-0,16	-0,16	-0,08
Cotizaciones sociales	-4 %	0,68	13,09	0,05	0,03	-0,36	0,00	0,00
Total de gastos primarios						-0,40	-0,02	-0,01
Seguro de desempleo	-4 %	-3,30	2,81	0,00	0,00	-0,37	0,00	0,00
Resto de gastos primario	-4 %	-0,03	26,94	17,27	6,77	-0,03	-0,02	-0,01
Residuo (resto de ingresos)						0,04	0,04	0,04
Saldo cíclico						-1,25	-0,39	-0,09

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística (tablas anexas CNE), IGAE, Comisión Europea y Banco de España.

a Informe de invierno de 2013 de la Comisión Europea.

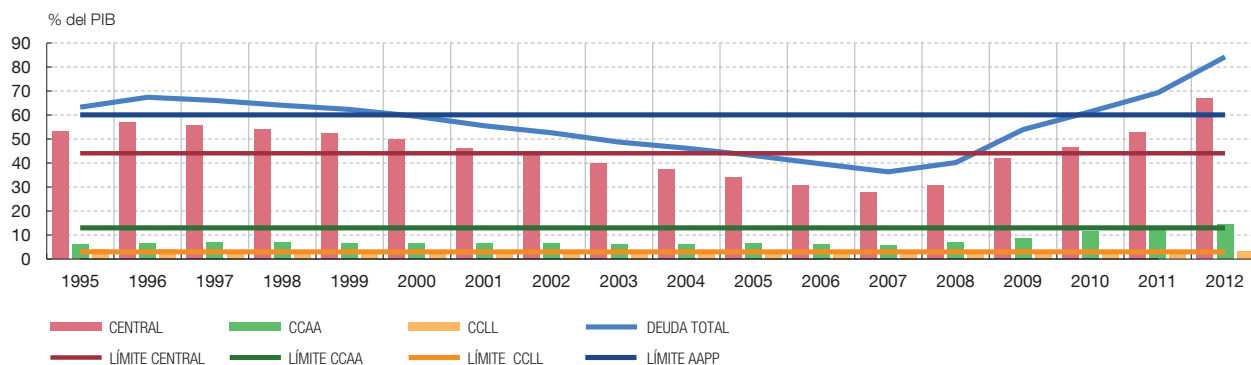
con anterioridad. Para ello se utiliza la estimación de la brecha de la producción para dicho año realizada por la CE en su Informe de invierno de 2013¹⁴, las elasticidades de ingresos y gastos públicos del cuadro 1, y unos pesos aproximados de participación en ingresos y gastos (netos de transferencias entre AAPP) por agentes basados en datos de la IGAE¹⁵. Como era de esperar, el agregado de administraciones centrales acapararía algo más del 70 % del total del saldo cíclico, debido al efecto de la Seguridad Social (tanto en su vertiente de ingresos como de gastos), mientras que a las CCAA se les asignaría cerca del 25 % y a las CCLL el 5 % restante.

EL LÍMITE A LA DEUDA PÚBLICA

La LEP establece que el peso de la deuda pública del conjunto de AAPP sobre el PIB no podrá superar el 60 % a partir de 2020. Este límite explícito a la deuda pública no se contemplaba en las leyes de estabilidad previas y supone un reforzamiento adicional del compromiso con la disciplina presupuestaria, dado que constituye la variable clave para medir la sostenibilidad de las finanzas públicas. De hecho, la reforma del PEC aprobada en 2011 tiene como uno de sus principales objetivos reforzar la operatividad del límite definido sobre esta variable. La fijación de un tope al nivel de la deuda pública evita también que queden fuera de la regla aquellas operaciones presupuestarias que no se contabilizan en el déficit público pero que generan un incremento de las necesidades de endeudamiento. Por otra parte, la norma otorga una prioridad absoluta al pago de los gastos de intereses y del capital de la deuda pública sobre el resto de compromisos presupuestarios, lo cual puede resultar especialmente importante para despejar las dudas que pueden surgir en torno a la situación de las finanzas públicas en momentos de inestabilidad financiera o de deterioro de la confianza.

¹⁴ Véase Comisión Europea (2013).

¹⁵ Se ha incluido una partida de «Residuo» para garantizar la consistencia con el saldo cíclico que se derivaría de la aproximación agregada habitual que se calcula multiplicando la sensibilidad al ciclo económico de las AAPP (0,43) por la brecha de la producción. El reparto entre subsectores del resto se ha realizado utilizando los pesos en los otros ingresos de las distintas AAPP.



FUENTE: Banco de España. Deuda pública consolidada por subsectores de las AAPP.

La LEP establece la forma de distribuir el límite del 60 % del PIB entre subsectores de las AAPP. A la Administración Central le corresponde un 44 % del PIB; al conjunto de CCAA, un 13 % (este límite se aplica también a cada una de ellas con respecto a su PIB regional), y a las CCLL, un 3 %, distribución muy similar a la observada a finales de 2011, cuando la Administración Central acumulaba alrededor del 75 % de la deuda del conjunto de las AAPP. En principio, puede argumentarse que la Administración Central debe disponer de un mayor margen de maniobra de endeudamiento, como establece la ley, con el fin de estar en mejores condiciones de responder a las perturbaciones que reciba el conjunto del país, y ayudar a suavizar las perturbaciones idiosincrásicas de cada territorio o grupos de territorios. Además, su mayor capacidad de acceso a los mercados internacionales para captar financiación podría justificar un umbral más elevado.

En el gráfico 3 se muestra la evolución de la deuda para cada subsector en los últimos años, así como los límites de deuda fijados. Se observa que la Administración Central y las CCLL habrían superado el límite de la LEP una mayoría de años, con la excepción de los períodos 2002-2009 y 2001-2008, respectivamente. Por su parte, las CCAA solo lo habrían superado en 2011 y 2012.

Relacionado con lo anterior y al igual que la legislación previa, la LEP establece que la Administración Central no podrá asumir los compromisos de deuda de las CCAA o de las CCLL, ni de las empresas públicas dependientes de estas, ni las CCAA asumir compromisos de las CCLL. Esto es lo que se conoce como «cláusula de no rescate» y su redacción en la LEP es muy similar a la que incorpora el Tratado de la Unión Europea para las relaciones entre países miembros. En un país tan descentralizado como España, esta cláusula resulta crucial para tratar de evitar que el coste de los comportamientos fiscales inadecuados en una administración se traslade al resto, y es fundamental para que el mercado de capitales mantenga un efecto disciplinador a partir de la discriminación entre las primas de riesgo de la deuda de las distintas administraciones.

En cualquier caso, la LEP establece también que las CCAA y CCLL podrán solicitar al Estado el acceso a medidas extraordinarias de apoyo a la liquidez. Para ello, la CA concernida deberá acordar con el MHAP un plan de ajuste que garantice el cumplimiento de los objetivos de estabilidad. Este plan será público e incluirá un calendario de aprobación, puesta en marcha y supervisión. El cumplimiento del calendario determinará el desembolso por tramos de la ayuda financiera. Además, la CA debe aceptar las condiciones particulares

en materia de seguimiento y remisión de información¹⁶. En este sentido, durante 2012 y 2013 el Gobierno ha puesto en marcha distintos mecanismos de apoyo a las CCAA y CCLL con el fin de facilitar la refinanciación de sus deudas previas o el pago a los acreedores comerciales.

LA REGLA DE GASTO

La LEP establece que el Estado, las CCAA y las CCLL aprobarán anualmente un límite de gasto no financiero. En concreto, señala que el incremento anual del gasto (del Estado, de las CCAA y de las CCLL) no podrá superar la tasa de referencia del incremento del PIB de medio plazo establecida por el MEC, de acuerdo también con la metodología de la Comisión Europea. En este sentido, la orden ministerial aprobada en diciembre de 2012 establece que el crecimiento del PIB real de medio plazo se calculará como la media de las estimaciones del crecimiento potencial del PIB real de los últimos cinco años, la estimación para el año corriente y las proyecciones para los siguientes cuatro años. Al aproximarse el valor de referencia del límite de gasto como una medida de la evolución del PIB de diez años se evita que la regla genere un comportamiento procíclico del gasto público.

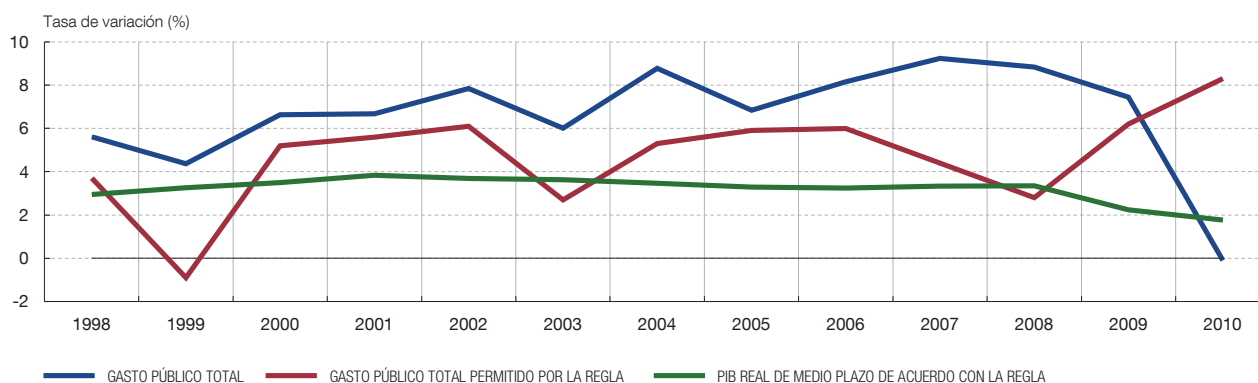
Por otra parte, para llegar al PIB potencial nominal que sirve como referencia, la LEP opta por utilizar el crecimiento anual del deflactor del PIB (observado o previsto), con un máximo del 2 %. Este límite al incremento del deflactor introduce un elemento disciplinador de la evolución futura del gasto público, evitando que se permitan aumentos del gasto muy elevados como consecuencia de un crecimiento de los precios excesivo.

Asimismo, la regla establece que el aumento de gasto permitido debe corregirse por el impacto estimado de las medidas discrecionales de impuestos planeadas, de manera que, cuando se aprueben cambios normativos que supongan incrementos permanentes (reducciones) de la recaudación, el límite de gasto deberá aumentar (deberá disminuir) en la cuantía equivalente. Esta corrección resulta totalmente justificada con el fin de acomodar el crecimiento del gasto a la evolución de los ingresos y evitar que se generen desequilibrios fiscales por la aprobación, por ejemplo, de recortes de impuestos no acompañados de reducciones equivalentes del gasto. Sin embargo, debe tenerse en cuenta que la estimación del impacto de los cambios impositivos sobre la recaudación no es sencilla y las estimaciones realizadas *ex ante* pueden diferir en gran medida de los resultados efectivos, por lo que sería conveniente efectuar periódicamente un análisis *ex post* y acomodar el crecimiento del gasto a las posibles desviaciones que se produzcan.

En cuanto a los componentes de gasto que se encuentran sometidos al límite, se ha optado, en primer lugar, por excluir los pagos por intereses, lo cual puede justificarse por estar esta variable más allá del control de la autoridad fiscal, al menos en el corto plazo. Además, a pesar de que la regla no se aplica a las Administraciones de la SS, se excluye también el gasto no discrecional en prestaciones por desempleo. Esta exclusión evitará generar un sesgo procíclico en el gasto público derivado de la aplicación de la regla¹⁷. Finalmente, también se excluye la parte del gasto financiado con fondos finalistas procedentes de la Unión Europea o de otras administraciones públicas y las transferencias del Estado a las CCAA y a las CCLL vinculadas a los sistemas de financiación.

¹⁶ En particular, con periodicidad trimestral deberá remitir al MHAP información sobre los avales públicos recibidos y líneas de crédito contratadas, la deuda comercial contraída, operaciones con derivados y cualquier otro pasivo contingente.

¹⁷ Por ejemplo, en una fase de desaceleración económica se produciría un incremento del gasto en prestaciones por desempleo. Si la regla se aplica a esta definición de gasto, esto implicará que, para garantizar su cumplimiento, otras partidas de gasto deberán ajustarse para compensar el crecimiento del gasto total por encima del establecido en la regla, produciendo un sesgo procíclico en el mismo.



FUENTE: Hernández de Cos (2011).

La exclusión de estas partidas, con la excepción de las transferencias entre subsectores del sector de Administraciones Públicas, es equivalente a la incorporada en la de la reforma del PEC de 2011¹⁸.

La extensión de esta regla a las AATT, que no existía en la legislación anterior, resulta especialmente importante para lograr un control efectivo del gasto, dadas las elevadas responsabilidades en esta materia que estas administraciones poseen en España. Respecto a las Administraciones de la SS, su exclusión supone, en esencia, dejar fuera de la regla el gasto en pensiones (además de las prestaciones por desempleo mencionadas con anterioridad), lo que sería coherente con la necesidad de mantener una perspectiva de largo plazo en la financiación de estas prestaciones. El crecimiento anual de esta partida se encuentra en gran medida predeterminado por los parámetros de sistema y la evolución demográfica, por lo que resultaría difícil restringir anualmente su evolución.

El gráfico 4 presenta un ejercicio contrafactual de cómo habría funcionado la regla de gasto de haberse aplicado en el pasado. Como se puede apreciar en la figura, su aplicación en el período de expansión de 1999 a 2007 habría restringido sustancialmente el gasto anual permitido, de manera que se podría haber generado un margen de maniobra significativo que hubiera limitado el deterioro de las finanzas públicas que se ha producido desde 2009. Resulta, además, un complemento muy útil de la regla de déficit estructural, dado que, en períodos de expansión económica caracterizados, por ejemplo, por una expansión del mercado inmobiliario, los cálculos habituales del saldo estructural identifican como mejora estructural, y no puramente cíclica, los ingresos públicos que acompañan habitualmente a dichos episodios. La regla de gasto permite, sin embargo, disciplinar la evolución de esta partida en esos momentos, facilitando el ahorro de los ingresos extraordinarios.

Las excepciones a las reglas: la posibilidad de desviaciones respecto a los límites

Con carácter general, se entiende que el establecimiento de excepciones al cumplimiento de los límites fiscales resulta deseable y puede reforzar la credibilidad de su cumplimiento, siempre que estén bien delimitadas. En este sentido, la nueva Ley de Estabilidad detalla que el Estado y las CCAA podrán incurrir en déficit estructural y superar los límites de deuda pública en circunstancias excepcionales, entendiendo como tales las situaciones de catástrofe natural, recesión económica grave (definida de conformidad con lo dispuesto en

¹⁸ En el caso del PEC se permite, además, que la inversión pública considerada para la evaluación de la regla sea no el dato anual, sino un promedio de cuatro años, con el fin de evitar la volatilidad de esta variable, en particular en países pequeños.

la normativa europea y siendo necesario, además, que se dé una tasa de variación real del PIB negativa según las cuentas anuales de la CN) o emergencia extraordinaria¹⁹, aprobadas por la mayoría absoluta de los miembros del Congreso de los Diputados. Por su parte, las Administraciones de la SS podrán presentar déficit estructural de acuerdo con las finalidades y condiciones de la normativa del Fondo de Reserva de la SS²⁰, mientras que las CCLL deberán mantener siempre una posición de equilibrio o superávit presupuestario.

La definición de recesión económica grave incluida en la Ley resulta algo más restrictiva que la que completa el PEC, dado que, como se ha señalado, exige que se registre una tasa de crecimiento del PIB real negativa²¹. En concreto, en el caso del PEC se establece que los déficits por encima del 3 % no se consideran «excesivos», siempre que el incumplimiento sea de escasa importancia, temporal y debido a circunstancias excepcionales. Entre estas últimas se incluyen las circunstancias inusuales sobre las cuales no tenga ningún control el Estado miembro y que incidan de manera significativa en la situación financiera de las AAPP, o en caso de una recesión económica grave²². Tras la reforma del PEC de 2005, esta última se define como una tasa de crecimiento anual del PIB real negativa o una pérdida acumulada de producto durante un período prolongado de crecimiento del PIB real muy bajo en relación con el crecimiento potencial. Por su parte, el TCEG mantiene las mismas cláusulas de excepcionalidad que el PEC, pero en relación con el objetivo de déficit estructural.

Por otra parte, la LEP permite que, en el caso de reformas estructurales con efectos presupuestarios a largo plazo, las AAPP, en su conjunto, podrán presentar un déficit estructural de hasta el 0,4 % del PIB nominal. La LEP se remite a los acuerdos europeos para la definición de qué reformas estructurales permiten estas desviaciones. En este caso, el PEC también permite desviaciones temporales del objetivo de medio plazo en el caso de que se produzcan reformas estructurales significativas con efectos presupuestarios positivos en el largo plazo²³, aunque el PEC no limita la magnitud de la desviación que se permite, por lo que, de nuevo, la ley orgánica es más restrictiva.

Período transitorio

Como se señaló en la introducción, la LEP establece un período transitorio que abarca desde la entrada en vigor de la Ley hasta el año 2020, primer año en el que serán de aplicación los límites de déficit estructural y deuda pública mencionados anteriormente. Durante ese período, la reducción del déficit estructural deberá ser de al menos un 0,8 % del PIB en promedio anual (con una distribución entre Estado y CCAA en función de los porcentajes de déficit estructural registrados a 1 de enero de 2012). Por su parte, la ratio de deuda pública deberá

19 Entendiendo como situaciones de emergencia extraordinaria aquellas que escapen al control de las AAPP y perjudiquen considerablemente su situación financiera o su sostenibilidad económica o social.

20 En este último caso el déficit estructural máximo admitido para la Administración Central se minorará en la cuantía equivalente al déficit de la SS.

21 En relación con la definición de «recesión económica grave», debería clarificarse si el PIB anual de referencia es el nacional, en cuyo caso la cláusula se activaría de manera uniforme y simétrica para todas las administraciones públicas concernidas, o si, por el contrario, las posibles divergencias entre la evolución del PIB del conjunto de España y el de una CA particular podrían llevar a una aplicación asimétrica y no uniforme de la cláusula de excepcionalidad. En este sentido, si bien es verdad que en promedio la presencia de tasas de variación del PIB anual negativas a nivel nacional suele venir acompañada de tasas del mismo signo para cada CA, no siempre ha sido el caso. En 2010, por ejemplo, la tasa de variación del PIB real nacional fue del -0,1 %, mientras que seis CCAA presentaron variaciones positivas o nulas. Por su parte, variaciones positivas del PIB nacional entre 1990 y 1992 vinieron acompañadas de tasas negativas presentadas por un promedio de tres CCAA por año, algo similar a lo ocurrido en el período 1982-1986, en el que dos CCAA en promedio por año presentaron tasas negativas frente a las tasas positivas del PIB real agregado.

22 Por su parte, se considerará temporal cuando las previsiones presupuestarias de la Comisión indiquen que el déficit se situará por debajo del valor de referencia al término de la circunstancia inusual o la recesión económica grave.

23 El PEC se refiere explícitamente al caso de las reformas de pensiones que supongan introducir un sistema de varios pilares y que incluyan un pilar obligatorio *fully funded*.

reducirse en el ritmo necesario para situarse por debajo del 60 % en 2020²⁴ ²⁵. Estos límites no serán aplicables en las situaciones excepcionales. Además, en 2015 y 2018 se revisarán las sendas de reducción de la deuda pública y del déficit estructural.

Asimismo, debe tenerse en cuenta que, dado que el déficit público supera el 3 % del PIB en la actualidad y España se encuentra bajo Procedimiento de Déficit Excesivo en el contexto del PEC, las autoridades españolas deberán también cumplir las recomendaciones del Consejo Europeo asociadas a este procedimiento, que establecen ajustes del saldo estructural de cuantía específica²⁶. Con posterioridad, una vez se sitúe el déficit público por debajo del 3 % del PIB, los requerimientos del PEC también establecen una aproximación al objetivo de medio plazo, definido como saldo estructural próximo a cero, de un ajuste mínimo del 0,5 % del déficit estructural, que debe superar el 0,5 % si la deuda se encuentra por encima del 60 %, como es el caso de España en la actualidad. Por último, en cuanto a la aproximación al 60 % de ratio de deuda pública sobre PIB, el PEC actual establece una pauta de reducción de 1/20 en promedio anual en los tres últimos años de la desviación.

Conclusiones

La nueva Ley de Estabilidad Presupuestaria ha supuesto un paso significativo en la actualización del marco de reglas presupuestarias de aplicación a la actuación de las Administraciones Públicas en España. Incorpora un conjunto importante de los elementos institucionales que se han identificado por parte de la Comisión Europea como «mejores prácticas» en los ámbitos del encuadre legal (rango constitucional), determinación de límites cuantitativos al déficit público estructural, objetivos de deuda, regla de gasto público, cláusulas de excepción fijadas en la ley, procedimientos de seguimiento y control del cumplimiento de los objetivos, transparencia, e inclusión explícita del principio de no rescate entre administraciones.

En particular, la aplicación de la Ley de Estabilidad ha supuesto ya una mejora en términos de transparencia en la actuación de las Administraciones Públicas con la publicación regular de la ejecución presupuestaria de las Administraciones Territoriales. Esta mejora es especialmente significativa, dado que las carencias en la disponibilidad de información sobre estas administraciones impedían en el pasado detectar a tiempo la existencia de desviaciones presupuestarias y retrasaban la activación de los mecanismos para hacer cumplir los objetivos. Como resultado de la aplicación de la Ley, debe mejorarse también la información contenida en los presupuestos tanto del Estado como de las CCAA, de forma que se conozcan los supuestos de base de las proyecciones de ingresos y gastos, y se disponga también de la información sobre estas partidas en términos de contabilidad nacional, que es la definición relevante para las reglas fiscales existentes. En este sentido, podría ser útil disponer de un documento único antes de finalizar cada ejercicio que ofrezca una visión detallada de las proyecciones presupuestarias del conjunto de las Administraciones Públicas para el siguiente año y su compatibilidad con los objetivos marcados.

24 Asimismo, la variación del gasto anual no financiero de cada administración no podrá superar la tasa de crecimiento real del PIB de la economía española. Además, siempre que el crecimiento del PIB real supere el 2 % anual o se generara empleo neto con un crecimiento de al menos el 2 % anual, la ratio de deuda pública sobre PIB se tendría que reducir en al menos 2 puntos porcentuales de PIB.

25 No obstante, si en 2020 no se supera el 60 % de deuda pública sobre PIB, alguna administración podrá superar su límite específico de deuda, siempre que cumpla con el criterio de déficit estructural. En todo caso, la administración correspondiente deberá reducir su deuda en el máximo plazo establecido por el PEC tomando como año inicial 2012 (es decir, aproximadamente 20 años).

26 Por ejemplo, en las Recomendaciones del Consejo Europeo a España de 9 de julio de 2012 con el objetivo de poner fin la situación de déficit excesivo (ECOFIN 12171/12), últimas disponibles en el momento de elaboración de este artículo, se estableció la necesidad de que la mejora del saldo estructural fuera del 2,5 % del PIB en 2013 y del 1,9 % del PIB en 2014.

Asimismo, la Ley de Estabilidad incluye también nuevos instrumentos coercitivos para asegurar el cumplimiento de los objetivos presupuestarios por todos los niveles de gobierno, como son la posibilidad de establecer sanciones, el ajuste automático del gasto de las CCAA en determinados casos de incumplimiento e incluso la imposición de medidas de ajuste por parte del Gobierno central, de obligada observancia para las Administraciones Territoriales. Estos nuevos mecanismos de la Ley pueden ser muy efectivos para garantizar la disciplina, si se aplican con rigor y se establecen los procedimientos adecuados de supervisión de la ejecución presupuestaria durante el ejercicio.

La LEP establece un período transitorio, hasta 2020, para avanzar gradualmente en la reducción del déficit y la deuda desde sus niveles actuales hasta lograr situarlos por debajo de los límites establecidos en ese año. Durante este período se exigen unos requisitos mínimos de ajuste fiscal, que, junto con las recomendaciones del Consejo Europeo en el contexto del PEC, condicionarán el desarrollo de la política presupuestaria en los próximos años. El cumplimiento de los requerimientos anteriores exigirá, de hecho, un esfuerzo de consolidación fiscal muy significativo en términos cuantitativos y prolongado en el tiempo. En este sentido, resultaría útil establecer un programa presupuestario de medio plazo en que se proyecte la evolución de las distintas partidas de ingresos y gastos públicos, sobre la base de un escenario macroeconómico prudente, y en el que se detallen las distintas medidas, y la cuantificación de su impacto, que permitan culminar el ajuste fiscal en los términos establecidos en la LEP y el PEC. Este tipo de planificación presupuestaria podría favorecer la credibilidad del proceso de consolidación fiscal, anclar las expectativas de los agentes y facilitar una revisión en profundidad de los distintos programas de gastos y del sistema impositivo en todas las administraciones públicas.

Finalmente, debe recordarse que el Gobierno ha anunciado un reforzamiento adicional del marco presupuestario nacional con la creación de una institución fiscal independiente, que, aunque pendiente todavía de aprobación, tendrá funciones de análisis, asesoramiento y seguimiento de la política fiscal para garantizar el cumplimiento del principio de estabilidad presupuestaria por parte de las Administraciones, así como la evaluación de las previsiones económicas. Este tipo de instituciones se han demostrado útiles en otros países de nuestro entorno y podrían jugar un papel clave para afianzar la credibilidad de la política presupuestaria en España. Para ello resulta crucial que se dote a la institución de un grado de independencia, responsabilidades efectivas y recursos de acuerdo con las mejores prácticas a nivel internacional.

12.4.2013.

BIBLIOGRAFÍA

- BANCO DE ESPAÑA (2013). «Informe de proyecciones de la economía española», *Boletín Económico*, marzo.
- CABALLERO, J. C., P. GARCÍA PEREA y E. GORDO (2011). «La reforma de la gobernanza económica en la UEM», *Boletín Económico*, enero, Banco de España.
- COMISIÓN EUROPEA (2005). «New and updated budgetary sensitivities for the EU budgetary surveillance», nota de la Dirección General de Asuntos Económicos y Financieros de la Comisión Europea, septiembre de 2005, disponible en http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp.
- (2010). «Public finances in EMU-2010», *European Economy*, n.º 4/2010.
- (2013). «European Economic Forecasts-Winter 2013», *European Economy*, n.º 1/2013.
- DENIS, C., D. GRENOUILLEAU, K. MC MORROW y W. RÖGER (2006). *Calculating potential growth rates and output gaps. A revised production function approach*, Economic Papers, 247, marzo, Comisión Europea.
- HERNÁNDEZ DE COS, P. (2011). «La reforma del marco fiscal en España», *Boletín Económico*, septiembre, Banco de España.
- KEMPKES, G. (2012). *Cyclical adjustment in fiscal rules: some evidence on real-time bias for EU-15 countries*, Discussion Paper n.º 15, Deutsche Bundesbank.

Este artículo ha sido elaborado por José María Casado y Roberto García, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

Introducción

En la segunda mitad de 2011 se inició un nuevo período de retroceso de la actividad en el conjunto de la UEM, que se prolongó e intensificó durante 2012 y condicionó la evolución del empleo y del paro. Así, según las encuestas de población activa (EPA) de los países miembros, el número de empleados disminuyó un 0,8 % en el promedio del año pasado, tras el avance del 0,3 % registrado un ejercicio antes; y la tasa de desempleo se situó en el 11,9 % en el cuarto trimestre, cifra nunca antes alcanzada desde la creación de la Unión Monetaria.

Este artículo analiza la evolución del empleo, la población activa y el desempleo en la UEM durante el año 2012, prestando especial atención a los segmentos de población que han registrado un comportamiento diferencial. Para ello se ha utilizado la información que distribuye la Comisión Europea a partir de los datos recopilados en las EPA elaboradas trimestralmente por los institutos nacionales de estadística de los países que forman el área del euro.

El empleo

En el año 2012 se agudizó el deterioro del empleo, que se había iniciado en el cuarto trimestre de 2011, como resultado del debilitamiento de la actividad económica, en un contexto de incremento de las tensiones financieras y de retroceso de la confianza. La destrucción neta de puestos de trabajo afectó a 1.350.000 personas, siendo el primer trimestre del año el que registró un comportamiento más desfavorable en la evolución de los ocupados. De esta forma, en promedio del ejercicio, el retroceso interanual se situó en el 0,8 % (véase cuadro 1).

La disminución en el número de ocupados se debió fundamentalmente al descenso del empleo asalariado, que sufrió su mayor ajuste en el primer trimestre del año, mientras que el número de empleados por cuenta propia tan solo disminuyó en 70.000 personas. Por tipo de contrato, al igual que en los inicios de la crisis, el retroceso del empleo asalariado estuvo concentrado en los temporales. De esta forma, las mejoras experimentadas en los niveles de empleo temporal de los años 2010 y 2011 fueron más que compensadas, al desaparecer cerca de un millón de empleos de esta naturaleza. La ratio de temporalidad se redujo seis décimas, hasta alcanzar el 15,1 % en el cuarto trimestre. Por su parte, el empleo indefinido apenas retrocedió, disminuyendo en 96.000 personas al cierre del año.

Atendiendo a la duración de la jornada laboral, el ajuste volvió a recaer sobre los trabajadores a tiempo completo, que retrocedieron en promedio un 1,6 % en el conjunto del ejercicio, 1,3 puntos porcentuales (pp) más que en el año anterior. En cambio, el empleo a tiempo parcial continuó creciendo, aunque a menor ritmo que doce meses antes. De esta forma, la ratio de parcialidad se situó en el cuarto trimestre en el 21,1 %, seis décimas por encima del nivel registrado en el último trimestre de 2011.

Por ramas de actividad, el retroceso del empleo fue generalizado, si bien se concentró en la construcción y en la industria, que registraron una contribución negativa al empleo similar (véase panel central del gráfico 1). Es especialmente reseñable el comportamiento del empleo en los servicios de no mercado, que, tras los continuados aumentos que registró en la crisis de 2008-2009, se contrajo en la segunda mitad de 2012. Esta caída obedece,

EVOLUCIÓN DEL EMPLEO SEGÚN LA EPA-UE
Tasas de variación interanual

CUADRO 1

	2010	2011	2012	2010		2011				2012			
				III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR
Ocupados	-0,5	0,3	-0,8	-0,2	-0,2	0,3	0,6	0,3	-0,1	-0,7	-1,0	-0,8	-1,0
Por género:													
Varones	-0,9	-0,1	-1,3	-0,5	-0,3	0,1	0,2	-0,1	-0,5	-1,2	-1,5	-1,2	-1,4
Mujeres	-0,1	0,7	-0,3	0,2	0,0	0,5	1,1	0,8	0,5	0,0	-0,4	-0,2	-0,4
Por edad:													
Entre 15 y 29 años	-3,7	-1,7	-3,9	-3,3	-2,5	-2,2	-1,3	-1,2	-2,0	-2,9	-3,8	-4,2	-4,6
Entre 30 y 49 años	-0,9	-0,6	-1,7	-0,7	-0,8	-0,3	-0,3	-0,7	-1,0	-1,6	-1,8	-1,5	-1,7
Entre 50 y 64 años	2,9	3,6	3,1	3,6	3,1	3,5	4,0	3,7	3,4	3,0	2,9	3,3	3,0
Por nivel educativo:													
Estudios bajos	-1,7	-2,5	-2,7	-1,9	-1,5	-2,3	-2,5	-2,5	-2,6	-2,7	-2,7	-2,4	-3,0
Estudios medios	0,7	0,6	-0,1	0,9	0,6	0,9	0,9	0,5	0,2	0,1	0,0	-0,2	-0,3
Estudios altos	2,2	3,1	3,1	2,1	1,8	2,4	2,9	3,5	3,4	2,9	3,4	3,1	3,0
Por nacionalidad (a):													
Comunitarios	-0,6	0,3	-0,8	-0,3	-0,3	0,2	0,5	0,4	0,0	-0,7	-0,8	-0,8	-1,0
Extracomunitarios	0,8	0,4	-1,2	2,8	2,6	1,6	1,8	-1,4	-0,5	-0,8	-3,2	-0,2	-0,7
Por ramas de actividad (b):													
Agricultura	0,1	-3,1	-1,2	-0,6	-0,2	-3,2	-3,1	-2,9	-3,1	-2,1	0,5	-2,0	--
Industria	-3,2	0,4	-1,8	-2,3	-1,4	0,0	0,3	0,8	0,5	-1,2	-2,3	-2,0	--
Construcción	-3,5	-4,0	-4,6	-2,1	-2,9	-2,8	-2,8	-4,6	-5,9	-5,4	-4,3	-4,3	--
Servicios	0,2	0,8	-0,1	0,4	0,2	0,6	1,2	0,9	0,6	0,0	-0,4	-0,1	--
De mercado (c)	-0,4	0,7	-0,4	-0,2	-0,3	0,2	1,4	0,9	0,5	-0,3	-0,8	0,0	--
De no mercado (c)	1,1	0,9	0,1	1,2	0,9	1,2	0,9	0,8	0,6	0,4	0,2	-0,2	--
ASALARIADOS	-0,7	0,5	-0,8	-0,3	-0,2	0,3	0,7	0,7	0,3	-0,5	-0,8	-0,8	-1,0
Por duración del contrato:													
Indefinidos	-1,0	0,2	-0,1	-0,7	-0,6	0,1	0,4	0,4	0,0	-0,2	-0,2	0,0	-0,1
Temporales	0,9	1,6	-4,2	1,8	1,9	1,5	2,2	1,6	1,1	-2,3	-4,1	-4,7	-5,5
Por duración de la jornada:													
Jornada completa	-1,1	-0,3	-1,6	-0,6	-0,4	-0,4	0,1	-0,1	-0,8	-1,3	-1,7	-1,5	-1,7
Jornada parcial	1,7	2,5	2,0	1,8	0,9	2,8	2,5	2,1	2,7	1,8	1,9	2,3	2,0
AUTÓNOMOS	0,6	-0,5	-0,5	1,0	0,5	0,2	0,2	-1,1	-1,4	-1,0	-0,9	0,0	-0,4
PRO MEMORIA UEM:													
Niveles, en %:													
Tasa de empleo (de 16 a 64 años)	64,2	64,3	63,8	64,4	64,2	63,8	64,5	64,5	64,2	63,5	64,0	64,1	63,7
Ratio de asalarización	84,6	84,7	84,8	84,6	84,7	84,5	84,6	84,9	85,0	84,6	84,7	84,8	84,9
Ratio de temporalidad (d)	15,6	15,8	15,2	16,0	15,7	15,2	15,9	16,2	15,8	14,9	15,3	15,5	15,1
Ratio de parcialidad (e)	19,9	20,4	20,9	19,7	20,0	20,4	20,4	20,0	20,5	20,9	21,0	20,7	21,1

FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a Comunitarios: países pertenecientes a la Unión Europea (UE-27).

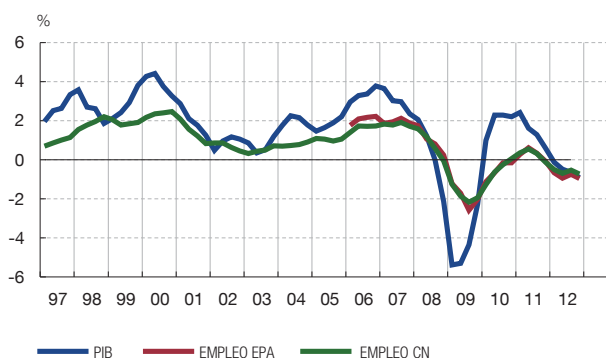
b La tasa de variación interanual de 2012 ha sido calculada utilizando la información de los tres primeros trimestres del año, al no encontrarse disponible el dato del cuarto trimestre a fecha de cierre de este boletín.

c Los servicios de mercado comprenden las actividades de Comercio, Transporte y almacenamiento, Hostelería, Información y Comunicaciones, Actividades financieras y de seguros, Actividades inmobiliarias, Actividades profesionales, científicas y técnicas, y Actividades administrativas y servicios auxiliares. Los servicios de no mercado comprenden el resto de servicios.

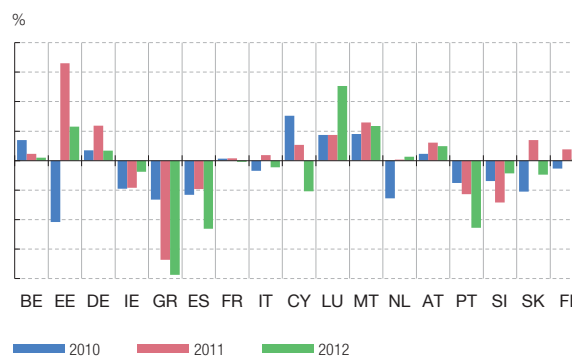
d En porcentaje de asalariados.

e En porcentaje de ocupados.

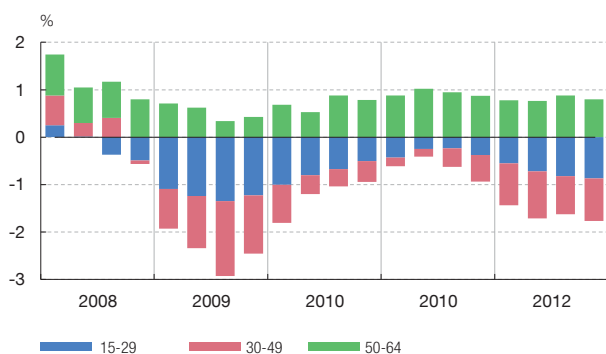
EMPLEO Y PIB
Tasa de variación interanual



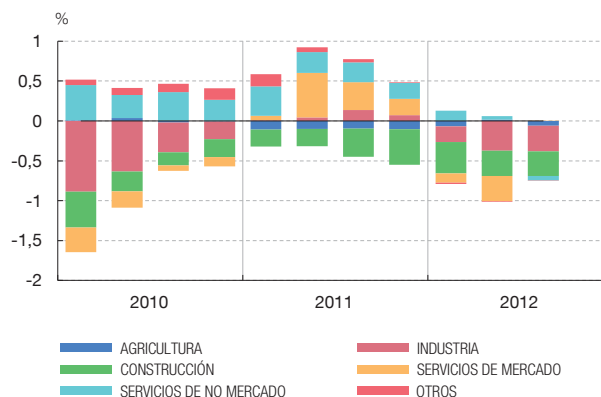
EMPLEO POR PAÍSES
Tasa de crecimiento interanual



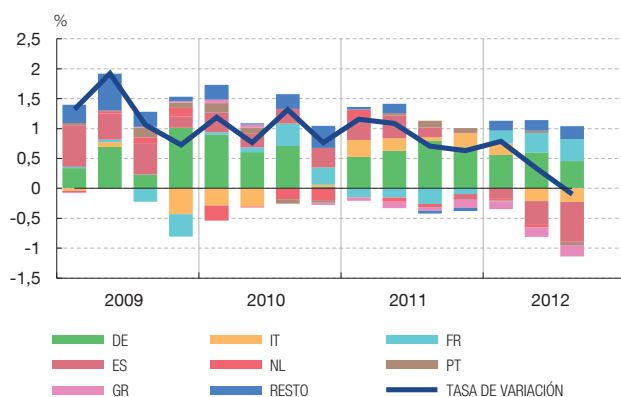
CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO INTERANUAL DEL EMPLEO,
POR GRUPOS DE EDAD



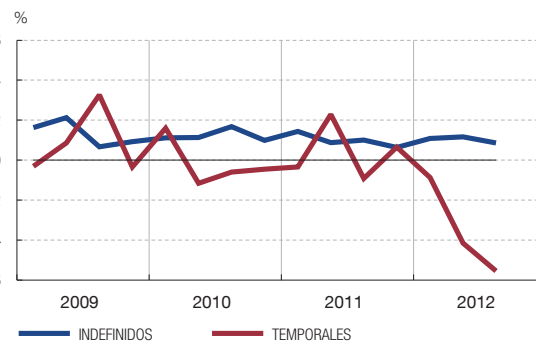
CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO INTERANUAL DEL EMPLEO,
POR SECTORES DE ACTIVIDAD



CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO INTERANUAL DEL EMPLEO PÚBLICO,
POR PAÍSES



EMPLEO PÚBLICO
Tasa de variación interanual



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

en parte, al ajuste del empleo público, fundamentalmente de naturaleza temporal, realizado en algunas economías bajo programa de asistencia financiera, así como en las que están llevando a cabo importantes esfuerzos de consolidación fiscal (véase panel inferior del gráfico 1).

La destrucción de empleo continuó afectando con mayor intensidad a los varones, al tiempo que el empleo femenino perdía parte del dinamismo observado en 2011. La continua

contracción del empleo masculino, unida a las moderadas variaciones del empleo femenino experimentadas a lo largo de la crisis, ha reducido la brecha en las tasas de empleo por género a sus niveles más bajos desde la creación de la Unión Monetaria. Así, en el cuarto trimestre la tasa de empleo masculino se situó en el 69,2 %, mientras que la femenina alcanzó el 58,1 %, 3,6 pp y 0,4 pp menores, respectivamente, que las registradas a finales de 2008.

Con respecto a la nacionalidad, el retroceso del empleo afectó tanto a los trabajadores comunitarios como a los extracomunitarios, aunque con mayor intensidad en el caso de los segundos.

Por grupos de edad, y continuando con la tendencia observada desde el comienzo de la crisis, la mayor contracción del empleo se registró en la cohorte de menor edad, seguida del grupo de trabajadores de entre 30 y 49 años, que, al ser el más numeroso, tuvo una contribución sobre la variación del empleo total similar a la de los más jóvenes. Por el contrario, la cohorte de mayor edad continuó mostrando el dinamismo de los años previos, derivado del impacto de las recientes reformas introducidas en la mayoría de los países con el objetivo de aumentar la edad efectiva de jubilación.

Atendiendo al nivel educativo, la mayor tasa de destrucción de empleo en promedio del año —del 2,7 %— se registró en el grupo de trabajadores de menor cualificación, mientras que la del grupo de trabajadores con estudios universitarios continuó mostrando cifras positivas un año más. Por su parte, los trabajadores con estudios medios apenas sufrieron modificaciones en los niveles de empleo a lo largo del año.

Finalmente, por países, la contracción del empleo estuvo concentrada en Grecia, España y Portugal. Por su parte, en Francia y en Italia el empleo se mantuvo en niveles similares a los de finales de 2011, mientras que en Alemania se incrementó a un ritmo inferior al de los años previos (véase panel superior del gráfico 1).

La población activa

La población activa mantuvo el dinamismo mostrado en el año anterior. De esta forma, los activos se incrementaron en promedio del año un 0,6 %, al tiempo que la población en edad de trabajar se redujo un 0,1 %, con lo que la tasa de participación se incrementó hasta el 72 % (véase cuadro 2).

Atendiendo al género, la mejora en la tasa de actividad se debió fundamentalmente, al igual que en los años anteriores, al avance de la participación de las mujeres, que aumentó a lo largo del ejercicio en ocho décimas, hasta el 65,8 %. En el caso de los varones, su participación mejoró por primera vez desde 2008, situándose su tasa de actividad, en promedio del año, en el 78,3 %, un aumento interanual de dos décimas (véase gráfico 2).

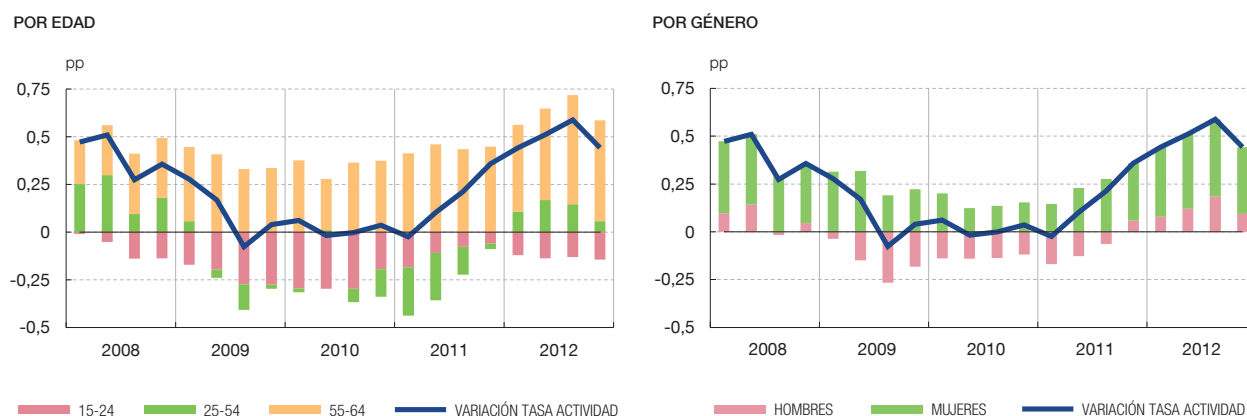
Por nacionalidad, se observa que fue la población comunitaria la que desempeñó un papel destacado en el avance de la tasa de actividad, al aumentar la población activa de origen europeo en un momento de leve retroceso de la población en edad de trabajar. Por su parte, la tasa de actividad de la población extracomunitaria se redujo, al incrementarse el número de activos en menor proporción que la población de entre 16 y 64 años perteneciente a ese grupo.

Atendiendo al desglose por edad, continuó el retroceso de la tasa de actividad de la población más joven, hasta alcanzar en el promedio del año el 56,4 % (0,4 pp inferior al del ejercicio anterior), explicado en parte por la prolongación de los años en formación, ante

	2010	2011	2012	2010		2011				2012			
				III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR
POBLACIÓN ACTIVA 16-64 AÑOS. TASAS INTERANUALES	0,1	0,4	0,6	0,1	0,0	0,1	0,3	0,5	0,5	0,5	0,6	0,7	0,4
Comunitarios (a)	0,0	0,3	0,6	0,0	-0,1	0,0	0,3	0,5	0,5	0,4	0,7	0,7	0,4
Extracomunitarios	1,3	0,6	0,8	2,6	1,8	0,2	1,3	-0,2	1,3	1,9	-0,5	1,1	0,6
POBLACIÓN TOTAL 16-64 AÑOS. TASAS INTERANUALES	0,1	0,1	-0,1	0,1	0,0	0,1	0,2	0,2	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2
Comunitarios	0,0	0,1	-0,2	0,1	-0,1	0,0	0,1	0,2	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3
Extracomunitarios	1,3	0,9	1,3	1,6	1,2	1,0	1,0	0,2	1,4	1,7	1,2	1,4	1,0
TASA DE ACTIVIDAD	71,4	71,5	72,0	71,4	71,5	71,2	71,5	71,6	71,8	71,7	72,0	72,2	72,3
Por género:													
Varones	78,2	78,1	78,3	78,3	78,1	77,9	78,1	78,2	78,3	78,0	78,3	78,6	78,4
Mujeres	64,6	65,0	65,8	64,5	64,8	64,6	65,0	65,0	65,4	65,4	65,7	65,9	66,1
Por edades:													
Entre 15 y 29 años	57,1	56,8	56,4	57,5	56,9	56,3	56,5	57,5	56,8	56,1	56,3	57,0	56,3
Entre 30 y 49 años	86,6	86,6	87,0	86,4	86,7	86,5	86,7	86,3	86,9	86,9	87,1	86,8	87,1
Entre 50 y 64 años	61,0	62,0	63,6	61,1	61,4	61,4	62,0	62,1	62,6	62,8	63,5	63,9	64,2
Por nivel educativo:													
Estudios bajos	64,4	64,4	65,0	64,2	64,4	64,2	64,5	64,2	64,8	64,7	65,2	65,0	65,3
Estudios medios	77,7	77,5	77,8	77,8	77,7	77,3	77,5	77,7	77,7	77,6	77,8	77,9	77,9
Estudios altos	86,9	87,0	87,3	86,6	86,8	87,1	87,3	86,7	87,1	87,2	87,4	87,2	87,4
Por nacionalidad:													
Comunitarios	71,5	71,7	72,3	71,5	71,6	71,4	71,6	71,8	72,0	71,9	72,3	72,4	72,5
Extracomunitarios	69,1	68,9	68,5	69,2	69,0	68,4	69,4	68,9	68,9	68,5	68,2	68,7	68,7
Por países:													
Bélgica	67,7	66,7	66,9	67,9	68,1	66,0	66,9	66,9	67,0	66,3	66,5	67,4	67,5
Estonia	73,8	74,7	74,9	73,7	73,8	74,2	74,4	75,7	74,4	74,8	75,0	75,5	74,2
Alemania	76,6	77,2	77,1	76,7	76,8	76,8	77,1	77,4	77,6	76,7	76,9	77,4	77,4
Irlanda	69,4	69,2	69,2	69,9	69,1	68,5	69,5	69,5	69,3	68,8	69,4	69,7	68,9
Grecia	68,2	67,7	67,9	68,3	68,1	67,8	67,6	67,6	67,7	67,7	67,9	68,0	68,1
España	73,4	73,7	74,1	73,5	73,4	73,4	73,8	73,9	73,7	73,9	74,1	74,2	74,0
Francia	70,5	70,4	71,0	70,8	70,3	70,1	70,3	70,7	70,4	70,4	70,8	71,3	71,4
Italia	62,2	62,3	63,7	61,4	62,5	62,2	62,2	61,7	63,0	63,6	63,9	63,1	64,1
Chipre	73,6	73,6	73,5	73,6	73,5	74,1	74,1	72,9	73,1	73,0	73,4	73,7	73,7
Luxemburgo	68,2	68,0	69,4	68,8	68,4	69,3	67,4	67,9	67,2	68,7	68,5	70,6	69,9
Malta	60,4	61,6	63,1	61,0	60,5	61,4	61,6	62,0	61,4	62,4	62,6	63,9	63,6
Holanda	78,2	78,4	79,3	78,3	78,2	78,0	78,0	78,4	79,1	79,1	79,2	79,4	79,5
Austria	75,1	75,3	75,9	76,0	75,5	74,5	75,2	75,9	75,5	74,7	75,9	77,0	75,8
Portugal	74,0	74,1	74,0	74,0	73,9	74,3	74,3	74,2	73,7	73,8	74,1	74,3	73,6
Eslovenia	71,5	70,3	70,4	71,4	71,4	69,8	69,9	70,7	70,7	70,1	69,6	70,9	71,0
Eslovaquia	68,7	68,9	69,4	68,9	68,9	68,6	68,7	69,0	69,2	69,4	69,3	69,6	69,4
Finlandia	74,5	75,0	75,3	74,8	73,2	73,6	77,0	75,5	73,8	73,9	77,2	76,1	73,8

FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a Comunitarios: países pertenecientes a la Unión Europea (UE-27).



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

las dificultades de acceso al mercado laboral. Por el contrario, continuó el avance de la cohorte de los más mayores, que incrementaron su participación en 1,6 pp, hasta alcanzar una tasa del 63,6 %. Asimismo, la tasa de actividad de la población de entre 30 y 49 años aumentó ligeramente, hasta situarse en el 87 %.

En función del nivel educativo, la ratio de participación de todos los subgrupos poblacionales registró avances, aunque lo hizo con más intensidad la de estudios bajos, que se situó en el 65 % al cierre del año.

Finalmente, la tasa de participación aumentó en la mayoría de los países de la UEM, con especial intensidad en Italia, Francia y Holanda, y con la única excepción destacable de Alemania, donde retrocedió 0,1 pp, hasta situarse en el 77,1 % en promedio del año.

El desempleo

El desempleo experimentó una evolución muy negativa en el año 2012. El número de desempleados superó los 18,5 millones de personas al cierre del ejercicio, lo que supuso dos millones más que doce meses antes, y la tasa de paro se situó en el cuarto trimestre en niveles nunca antes alcanzados desde la creación de la UEM: el 11,9 % (véase cuadro 3). Este incremento estuvo impulsado por el retroceso en la creación de empleo, pero también —aunque en menor medida— por el avance de la población activa.

El deterioro del desempleo fue mayoritario entre los países de la UEM, aunque con distintas intensidades. En los países más afectados por la crisis de la deuda (como Grecia, España, Italia, Portugal y Chipre) el desempleo registró importantes aumentos. Este comportamiento contrasta con el experimentado por Alemania y Luxemburgo, cuya tasa de paro disminuyó (véase gráfico 3).

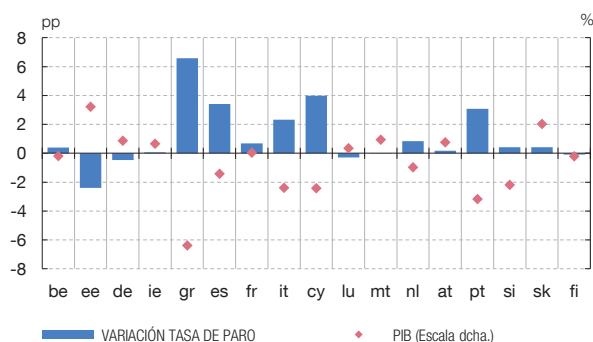
Por género, el aumento del desempleo se materializó en incrementos de la tasa de paro tanto de mujeres como de varones, hasta situarse en el 11,6 % y el 11,3 % al cierre de 2012. Por edad y nivel educativo, destaca la escasa variación de las tasas de paro de los trabajadores de mayor edad y de aquellos con mayor nivel de formación, a pesar del importante avance en el número de desempleados, ya que fue en estos grupos poblacionales en los que creció el empleo con mayor intensidad. Así, los mayores aumentos en las tasas de paro tuvieron lugar en los individuos de edades comprendidas entre 15 y 29 años y en los de menor formación, que avanzaron 2 pp y 2,5 pp, respectivamente, hasta situarse en niveles históricamente altos, que casi duplican la tasa de paro del total de la población (20 % y 19,9 %).

	2010	2011	2012	2010		2011				2012			
				III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR
DESEMPLEO. TASAS INTERANUALES	6,1	0,9	12,8	3,0	1,8	-1,8	-2,2	1,8	5,9	10,6	14,8	13,9	12,2
TASA DE PARO	10,1	10,2	11,4	9,8	10,1	10,4	9,8	9,9	10,6	11,5	11,2	11,2	11,9
Por género:													
Varones	10,0	10,0	11,3	9,5	9,8	10,3	9,6	9,6	10,4	11,4	11,1	11,0	11,7
Mujeres	10,3	10,5	11,6	10,1	10,5	10,6	10,0	10,3	10,9	11,5	11,3	11,5	12,1
Por edades:													
Entre 15 y 29 años	17,0	17,1	19,1	16,6	16,9	17,5	16,5	16,8	17,7	18,9	18,5	18,9	20,0
Entre 30 y 49 años	8,8	8,9	10,2	8,4	8,8	9,1	8,5	8,6	9,4	10,3	9,9	9,9	10,6
Entre 50 y 64 años	7,3	7,3	8,1	6,9	7,3	7,5	7,1	7,0	7,5	8,0	8,0	7,9	8,3
Por nivel educativo:													
Estudios bajos	16,0	16,6	19,1	15,4	16,1	16,7	16,0	16,0	17,6	19,0	18,9	18,7	19,9
Estudios medios	8,6	8,5	9,5	8,1	8,5	9,0	8,1	8,2	8,8	9,7	9,2	9,1	9,9
Estudios altos	5,9	6,1	6,9	6,0	6,0	6,0	5,8	6,1	6,4	6,7	6,6	7,0	7,2
Por nacionalidad (a):													
Comunitarios	9,5	9,5	10,7	9,2	9,4	9,8	9,1	9,3	9,9	10,7	10,5	10,6	11,2
Extracomunitarios	21,0	21,2	22,8	19,7	20,9	21,6	20,5	20,7	22,2	23,6	22,7	21,7	23,2
Por países:													
Bélgica	8,4	7,2	7,6	8,7	7,9	7,2	6,6	7,8	7,1	7,2	7,0	7,8	8,3
Estonia	17,3	12,8	10,4	15,7	13,8	14,7	13,6	11,2	11,5	11,8	10,5	9,8	9,4
Alemania	7,2	6,0	5,6	6,8	6,6	6,8	6,0	5,8	5,5	6,0	5,5	5,5	5,3
Irlanda	14,1	14,9	15,0	14,4	14,6	14,6	14,9	15,4	14,8	15,3	15,3	15,3	14,0
Grecia	12,7	17,9	24,5	12,6	14,4	16,1	16,6	17,9	20,9	22,8	23,8	25,0	26,3
España	20,2	21,8	25,2	19,9	20,5	21,4	21,0	21,7	23,0	24,6	24,8	25,2	26,2
Francia	9,4	9,3	9,9	9,1	9,5	9,5	8,8	9,1	9,7	10,0	9,5	9,7	10,5
Italia	8,5	8,5	10,8	7,7	8,8	8,7	7,9	7,8	9,7	11,1	10,6	9,9	11,8
Chipre	6,5	8,1	12,1	6,0	5,6	7,7	7,4	8,0	9,2	11,4	11,6	12,3	13,0
Luxemburgo	4,4	5,0	5,2	3,9	4,6	5,3	5,3	4,4	4,8	5,9	4,0	5,7	5,1
Malta	7,0	6,5	6,5	6,9	6,9	6,5	6,9	6,2	6,6	6,1	6,6	6,7	6,5
Holanda	4,5	4,4	5,3	4,3	4,3	4,6	4,2	4,2	4,8	5,3	5,1	5,2	5,6
Austria	4,5	4,2	4,4	4,5	4,1	4,6	4,1	3,7	4,3	4,4	4,3	4,4	4,5
Portugal	11,4	13,4	16,4	11,5	11,8	13,0	12,8	13,0	14,7	15,6	15,7	16,6	17,8
Eslovenia	7,4	8,3	9,0	7,2	7,9	8,7	7,8	8,0	8,9	8,7	8,3	9,3	9,7
Eslovaquia	14,4	13,6	14,0	14,2	13,9	13,9	13,2	13,2	14,0	14,1	13,7	13,7	14,5
Finlandia	8,5	7,9	7,8	7,4	7,5	8,7	9,0	6,9	7,0	8,1	8,8	7,2	7,1
PARO DE LARGA DURACIÓN													
Incidencia (b)	46,9	50,1	51,9	47,8	48,5	48,7	50,4	50,4	50,7	49,7	52,3	52,6	53,2
Por género:													
Varones	47,3	50,5	52,4	48,4	49,6	48,8	50,7	51,2	51,3	49,8	52,7	53,2	53,8
Mujeres	46,4	49,6	51,4	47,1	47,3	48,6	50,0	49,5	50,1	49,6	51,8	51,8	52,5
Por edades:													
Entre 15 y 24 años	34,9	36,7	39,3	35,0	36,1	35,8	36,8	36,4	38,0	38,6	39,8	38,9	39,8
Entre 25 y 54 años	48,4	51,9	53,5	49,6	50,0	50,3	52,4	52,5	52,3	50,7	53,9	54,6	55,0
Entre 55 y 64 años	61,8	64,7	65,7	62,9	63,5	64,1	64,1	65,6	65,2	64,8	65,0	66,3	66,9

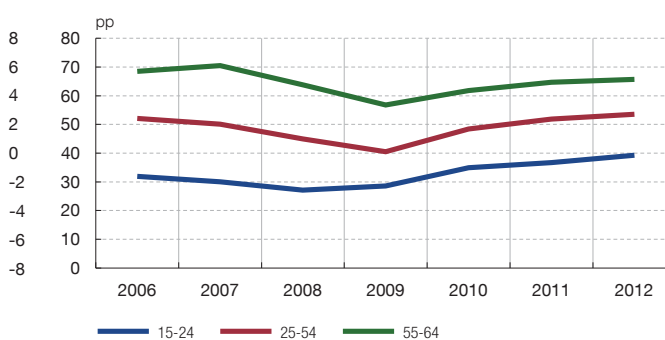
FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a Comunitarios: países pertenecientes a la Unión Europea (UE-27).

b Peso sobre el total de los parados de aquellos que llevan más de un año en esa situación.

DESEMPLEO Y CRECIMIENTO DEL PIB, POR PAÍSES
2011-2012

DESEMPLEO DE LARGA DURACIÓN, POR EDADES (a)



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a Porcentaje de parados que llevan más de un año en esta situación sobre el total de parados.

Este fuerte aumento del desempleo entre los jóvenes es especialmente preocupante cuando se analiza el paro de larga duración. Así, en 2012 fue en la cohorte de los más jóvenes en la que más se incrementó la proporción de desempleados que llevaban al menos doce meses buscando activamente un empleo, cerrando el año en cifras cercanas al 40 % (véase panel derecho de gráfico 3).

Por nacionalidad, el número de desempleados creció en casi dos millones de personas entre la población comunitaria, mientras que los extracomunitarios cerraron el año en niveles ligeramente superiores a los de 2011, por lo que la diferencia en la tasa de paro entre ambos grupos se redujo hasta los 12,1 pp en el cuarto trimestre.

Conclusiones

El año 2012 finalizó con una destrucción neta de puestos de trabajo que afectó a más de 1.300.000 personas y con dos millones más de desempleados, elevándose la tasa de paro hasta el 11,9 %, lo que supone alcanzar cifras nunca antes conocidas en la UEM. Estos datos no hacen sino agravar la delicada situación por la que ya atravesaba el mercado de trabajo, después de haberse destruido más de dos millones de empleos en la recesión de 2008-2009.

El deterioro del empleo en esta nueva recesión afectó prácticamente a los mismos grupos poblacionales y sectores de actividad que la anterior, teniendo especial repercusión sobre los jóvenes, los varones, los trabajadores de menor cualificación y los empleados en los sectores de la construcción y de la industria. En cambio, destaca como factor diferencial la incidencia que este nuevo período de crisis está teniendo sobre el empleo público, registrándose cifras históricas de destrucción de puestos de trabajos en ese sector. Este ajuste, que se está llevando a cabo principalmente a través de la disminución de empleos temporales, está liderado por las economías que se encuentran inmersas en procesos de ajustes estructurales encaminados a corregir desequilibrios acumulados en el pasado.

El retroceso del empleo de la UEM en 2012 ha vuelto a recaer con mayor intensidad sobre los países que de forma más profunda sufrieron los efectos de la recesión de los años 2008-2009, lo que pone la manifiesto que continúa la fragilidad del mercado de trabajo de estas economías y alerta de la necesidad de acelerar los procesos de reformas que se están llevado a cabo.

15.4.2013.

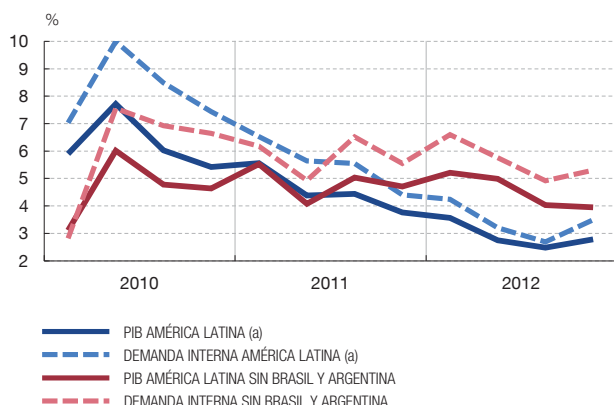
Introducción

América Latina registró un crecimiento del 2,9 % en el conjunto de 2012, 1,6 puntos menos que en 2011, en un contexto de desaceleración de la economía mundial y de estabilización de la relación real de intercambio, después de dos años de notable ascenso de esta. Tras un primer trimestre relativamente dinámico, el PIB agregado de las siete principales economías de la región mostró un perfil de moderación hasta el tercer trimestre; posteriormente, en paralelo con la mitigación de las tensiones en el área del euro, la actividad repuntó. La moderación en el crecimiento promedio de la región podría interpretarse como un retorno hacia tasas tendenciales de crecimiento de largo plazo, después de que, en los años posteriores a la crisis, la rápida salida de la recesión eliminase las brechas de producto, apareciendo incluso signos de sobrecalentamiento. Sin embargo, esta interpretación no es aplicable a todos los países, ya que, como se observa en el gráfico 1, en el año 2012 hubo una marcada divergencia en el comportamiento cíclico de las economías analizadas. En particular, mientras que Argentina y Brasil (que representan prácticamente la mitad del PIB regional) crecieron muy por debajo de su tasa de crecimiento tendencial (Brasil por segundo año consecutivo), Perú, Chile, Venezuela y México se expandieron a ritmos superiores o cercanos a aquel. Por tanto, la pérdida de dinamismo de América Latina en 2012 obedeció principalmente a factores específicos en esas dos economías. De hecho, en el resto, el ritmo de crecimiento de la actividad y de la demanda fue boyante, superior al 4 %, y sin tensiones inflacionistas en la mayoría de ellos.

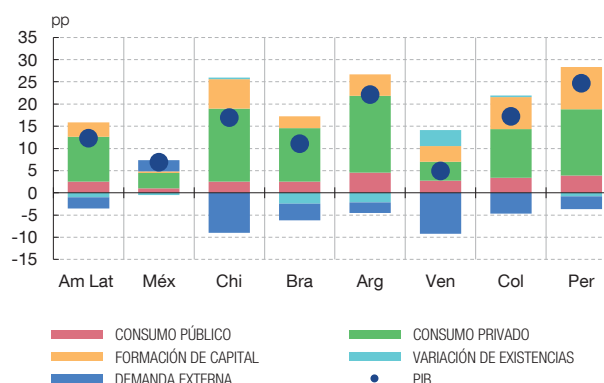
El principal sostén de la actividad de la región en 2012 siguió siendo la demanda interna, que aportó 3,7 puntos porcentuales (pp) al crecimiento, y, fundamentalmente, el consumo privado. Por su parte, la demanda externa redujo su aportación negativa hasta los 0,8 pp, como consecuencia de una significativa contención de las importaciones, en contraposición al fuerte aumento registrado en años previos. Las exportaciones crecieron poco, en línea con el menor avance del comercio mundial en los meses centrales del año. Los indicadores más recientes parecen apuntar a una continuidad del repunte del cuarto trimestre, con una dinámica muy sólida en países como Chile y Perú, y una recuperación más gradual en los países que han mostrado un pulso más débil. La principal excepción sería Venezuela, donde los efectos contractivos de la devaluación y el necesario ajuste fiscal hacen prever una importante desaceleración de la actividad.

La evolución de la inflación mostró también una notable heterogeneidad. Aunque en el promedio de las siete principales economías de la región la inflación tendió a repuntar moderadamente desde comienzos de 2013 (alcanzando tasas del 6,7 % interanual en marzo), este ascenso se debió al comportamiento de los precios en Venezuela y en Argentina y, entre los países con objetivos de inflación, a la sostenida tendencia al alza en Brasil (6,6 % en marzo, 1,5 pp más que en junio de 2012), a pesar de la desaceleración económica. Sin embargo, en los otros cuatro países con objetivos de inflación (Chile, Colombia, México y Perú) el ritmo de avance de los precios de consumo se moderó significativamente, en un contexto de crecimiento fuerte o próximo al potencial, lo que atestigua la credibilidad de sus políticas económicas. A finales de 2012, los cinco países con objetivos de inflación cumplían sus objetivos, y todos, excepto Brasil, lo hacían holgadamente. En este último, la resistencia de la inflación a la baja, en un contexto de debilidad económica, y el repunte de las expectativas de largo plazo suponen un desafío importante para la política monetaria, tras el intenso ciclo bajista de tipos de interés llevado a cabo hasta octubre de 2012.

PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasas interanuales



APORTACIONES AL CRECIMIENTO ACUMULADO DEL PIB EN EL PERÍODO
2008-2012



FUENTES: Datastream y Fondo Monetario Internacional.

a Agregado de las siete principales economías.

Las perspectivas para 2013 apuntan a un crecimiento parecido al de 2012 (aunque con una distribución diferente por países), con ciertos elementos de riesgo. Por un lado, la debilidad de las economías industrializadas sigue siendo un lastre para el crecimiento, solo compensado, en parte, por la demanda procedente de Asia (véase recuadro 1). Por otro, la percepción de que los tipos de interés de las economías avanzadas continuarán en niveles reducidos y se mantendrán las medidas no convencionales de política monetaria plantea la necesidad de seguir vigilando la evolución de los flujos de capital, por sus implicaciones sobre el crédito, los tipos de cambio y las condiciones financieras. Además, existe el riesgo de que las medidas administrativas, utilizadas cada vez más profusamente, acaben distorsionando la asignación eficiente de recursos. Al mismo tiempo, sin embargo, una normalización en el nivel de los tipos de interés de los fondos federales en Estados Unidos tendría también riesgos para las economías emergentes, en una situación de importante aumento de las emisiones en dólares y *spreads* muy reducidos.

Finalmente, tras el logro de una década continuada de crecimiento en América Latina (una fase extraordinariamente prolongada para los estándares de la región), pueden estar acumulándose desequilibrios que conlleven riesgos en el medio plazo. El PIB de estos países se sitúa ya entre un 7 % y un 25 % por encima del máximo alcanzado antes de la crisis (véase gráfico 1), con un crecimiento muy fuerte del consumo privado. Hay que tener en cuenta que esta fase alcista ha venido impulsada por un ciclo muy favorable de materias primas, por lo que el principal riesgo sería el de una caída importante de sus precios, que tendría un impacto sustancial en las cuentas fiscales y exteriores, muy favorecidas, a su vez, por la bonanza. Las posiciones externas han venido deteriorándose de forma cada vez más generalizada y, aunque su financiación con inversión directa sigue siendo cómoda, en varios países se observa una tendencia decreciente. Por otra parte, dentro de la región, los desequilibrios acumulados por Argentina y Venezuela siguen siendo elementos de vulnerabilidad importantes.

Entorno exterior

El último trimestre de 2012 y los primeros meses del presente ejercicio se caracterizaron por un comportamiento favorable de los mercados financieros internacionales (véase gráfico 2), en un contexto de atenuación de algunos riesgos extremos —asociados a la crisis soberana europea y a la posibilidad de una abrupta contracción fiscal en Estados Unidos—

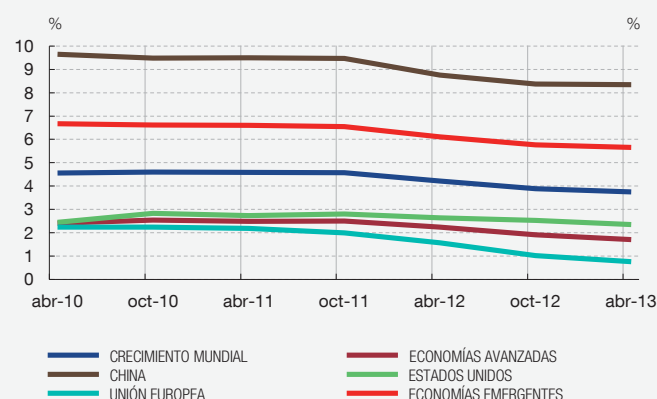
Tras dejar atrás la última serie de crisis regionales, desde 2003 las economías latinoamericanas han contado con un entorno exterior relativamente favorable, caracterizado por el aumento de la demanda de materias primas, que están entre sus principales productos de exportación, y el consiguiente incremento de la relación real de intercambio. Ello ha permitido que, al contrario de lo que ocurría en décadas anteriores, el crecimiento no viniera acompañado de la aparición de desequilibrios externos. La crisis económica global de 2008/2009 ha supuesto una cierta interrupción de esta tendencia, pues la lenta salida de la crisis de las economías desarrolladas ha incidido a la baja sobre el crecimiento mundial (panel 1, gráfico 1), lo que se ha traducido en una menor demanda externa para los países de la región¹ (panel 2, gráfico 1) y, más recientemente, en una estabilización —o retroceso— de los precios de las materias primas.

1 La demanda externa se estima a partir de las tasas de variación de la demanda interna de los principales socios comerciales de la región, ponderadas por el peso que tiene cada socio en el comercio exterior de cada país latinoamericano.

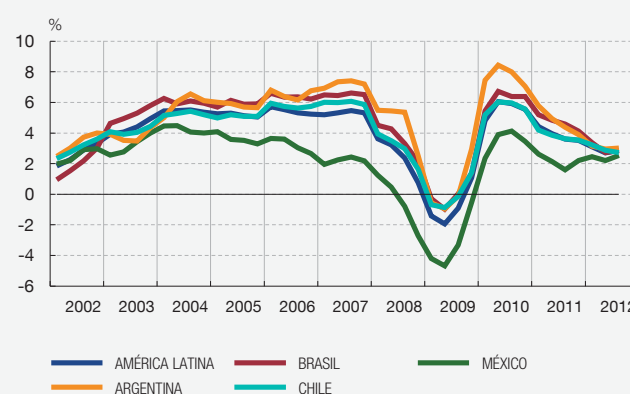
América Latina es una región muy heterogénea en cuanto al grado de apertura exterior, la orientación geográfica del comercio (con países más orientados hacia Asia, otros hacia Estados Unidos o la propia Latinoamérica y otros más diversificados²) y el tipo de productos exportados mayoritariamente (materias primas o manufacturas). Por esa razón, la distribución geográfica del crecimiento mundial es relevante a la hora de determinar los efectos del entorno exterior sobre la actividad de estas economías.

En este recuadro se presenta una estimación de las correlaciones cíclicas entre la región —considerando tanto el agregado regional como los principales países individualmente— y otros grandes bloques de la economía mundial: Estados Unidos —que ha sido tradicionalmente la economía con mayor peso en el comercio ex-

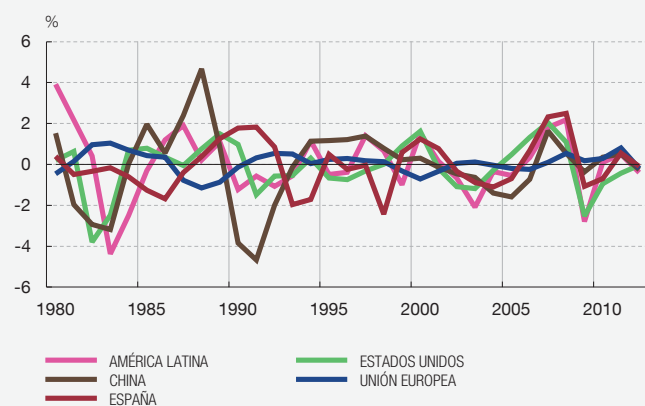
1 PREVISIONES DE CRECIMIENTO PARA 2013/2014 (a)



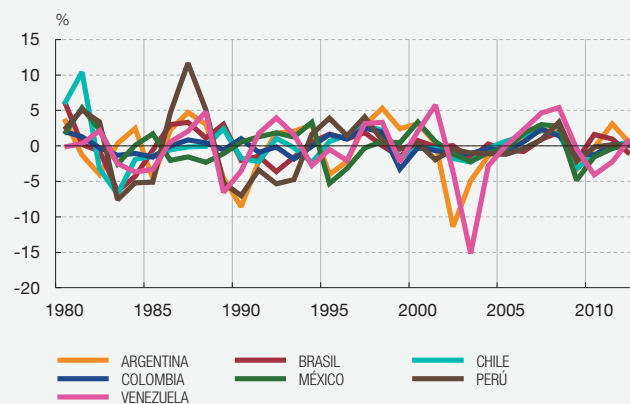
2 DEMANDA EXTERNA ESTIMADA



3 ESTIMACIÓN DEL COMPONENTE CÍCLICO DEL PIB (b)



4 ESTIMACIÓN DEL COMPONENTE CÍCLICO DEL PIB (b)



FUENTES: Fondo Monetario Internacional y Banco de España.

a Media de las previsiones de crecimiento del WEO del Fondo Monetario Internacional para 2013/2014 publicadas en la fecha señalada en el eje.
b Utilizando un filtro Hodrick-Prescott con parámetro 6,7.

terior de la región—, la Unión Europea —zona hacia la que han tratado de reorientarse algunos países del área firmando acuerdos de libre comercio— y China —el país más pujante en el comercio mundial, que demanda fundamentalmente materias primas a la región, y con el cual algunos países latinoamericanos tienen firmados acuerdos de libre comercio—. Asimismo, se ha analizado la correlación de los ciclos entre América Latina y España, que tiene un peso importante en la inversión directa en la región.

Las correlaciones se calculan extrayendo el ciclo de las series anuales del PIB de los distintos países o regiones para el período 1960-2012 mediante el filtro Hodrick-Prescott; es decir, se trata de una descomposición estadística, distinta de la habitual, derivada de la estimación del crecimiento potencial³. En el gráfico 1 se presenta la estimación de los ciclos para el agregado regional y las áreas de comparación, así como para los países más relevantes de la región. Es destacable la mayor volatilidad del ciclo que se observa para los países latinoamericanos, en especial en aquellos cuya integración exterior depende más de las materias primas. En los países con una estructura productiva más diversificada, como México y Brasil, los ciclos son más suaves y duraderos; por tanto, más parecidos a los de Estados Unidos y la Unión Europea.

Las correlaciones cíclicas contemporáneas se presentan en el cuadro 1⁴. Para el período 1960-2012, el agregado regional solo presenta una correlación estadísticamente significativa (en negrita

cursiva, Estados Unidos —32 %—), fruto de una correlación positiva con todos los países de la región, salvo Perú; esta correlación es especialmente elevada y significativa con Colombia (32 %) y Chile (41 %), países tradicionalmente muy ligados a la economía estadounidense. Por el contrario, las correlaciones cíclicas de América Latina con China y con España son muy reducidas (inferiores al 10 % a escala agregada), algo lógico si se tiene en cuenta que el aumento de la exposición a ambas zonas es un fenómeno más reciente. La correlación con el ciclo de la Unión Europea es negativa y no es estadísticamente significativa. Finalmente, resultan destacables las correlaciones positivas y significativas entre los ciclos de los países de la región, que son las más elevadas entre todas las estimadas en el cuadro 1, lo que indicaría que, al tiempo que la región se integraba cada vez más con el exterior, profundizaba los lazos económicos regionales.

Para captar un posible cambio estructural en las correlaciones tras el inicio de la fase más intensa del reciente proceso de globalización, y para estimar en qué momento del tiempo las correlaciones bilaterales se tornan significativas, se han calculado las correlaciones en ventanas móviles de 10 años. Como se puede observar en el gráfico 2, a partir del año 2000 (que recoge la correlación media de 1991 al 2000), las correlaciones del ciclo del agregado regional con Estados Unidos y España se vuelven positivas, y se tornan significativas en

presenta una tendencia del PIB con tasas de variación muy elevadas y prácticamente constantes en casi toda la muestra, lo que hace que los ciclos sean explosivos al principio de aquella y más suaves después); ii) se aplica el mismo método de estimación de la tendencia con el mismo parámetro a todos los países y todos los períodos temporales, en lugar de un modelo basado en fundamentos, lo que puede sesgar los resultados si, como ocurrió en 2008, se produce un *shock* simultáneo a todas las economías, y iii) las correlaciones cíclicas no implican un efecto directo sobre la actividad, ya que este dependerá del peso que tenga el país en el posicionamiento externo y del grado de apertura de la economía.

- 3 En concreto, se utiliza un filtro Hodrick-Prescott con un parámetro lambda de 6,7, ampliando la muestra del PIB tanto hacia atrás (hasta 1950) como hacia delante (hasta 2020, con previsiones de largo plazo de *Consensus Forecasts*).
- 4 Cabe señalar que en el recuadro se presentan correlaciones, no relaciones de causalidad. El ejercicio tiene, además, otras limitaciones: i) los datos utilizados para algunas economías (singularmente, China, que

1 CORRELACIONES CÍCLICAS CONTEMPORÁNEAS (1960-2012) (a)

	Argentina	Brasil	Chile	Colombia	México	Perú	Venezuela	América Latina (b)
Argentina	1,000							
Brasil	0,209	1,000						
Chile	0,161	0,338	1,000					
Colombia	0,235	0,482	0,557	1,000				
México	0,241	0,020	0,257	0,202	1,000			
Perú	0,319	0,563	0,226	0,386	0,036	1,000		
Venezuela	0,447	0,079	0,146	0,310	0,231	0,258	1,000	
España	-0,185	0,186	0,121	0,117	-0,068	-0,034	0,057	0,059
Estados Unidos	0,192	0,206	0,410	0,320	0,259	-0,069	0,129	0,317
China	0,199	-0,138	0,036	0,063	0,110	0,136	0,120	0,045
UE	-0,107	-0,141	-0,273	-0,240	-0,078	-0,061	-0,061	-0,200

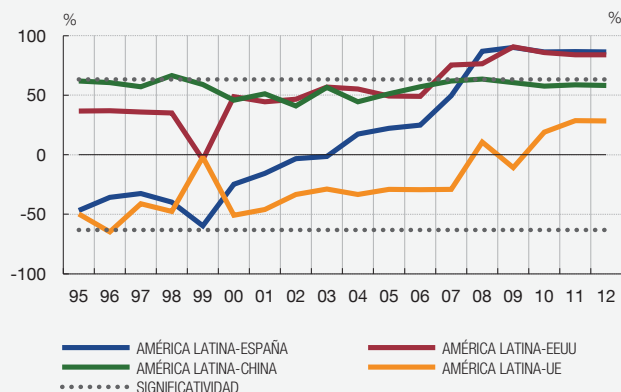
FUENTE: Banco de España.

- a Estimadas a partir del ciclo del PIB extraído con filtro Hodrick-Prescott parámetro 6,7. En negrita y cursiva aparecen las correlaciones significativas (calculadas como $2 / (t^{0,5})$, siendo t el número de observaciones).
- b Agregado de siete países.

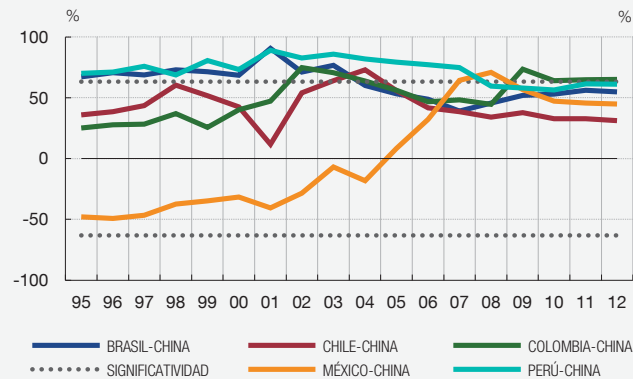
los años de expansión inmediatamente anteriores a la última crisis financiera internacional. Para China, la correlación ha sido elevada en todo el período examinado, y llega a ser significativa en 2008, si bien en niveles inferiores a los de los otros países analizados. Es

destacable, finalmente, la estabilización —o ligera caída— de las correlaciones cíclicas de la región con los tres países mencionados en los años posteriores a la crisis, lo que pone de manifiesto la fuerte divergencia cíclica registrada en los últimos años de la muestra.

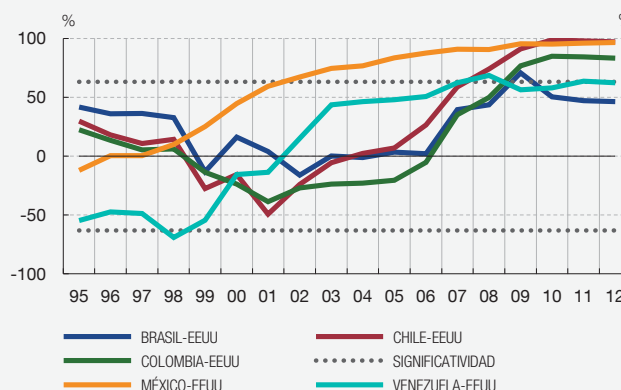
1 CORRELACIONES DEL COMPONENTE CÍCLICO DEL PIB
(VENTANAS DE DIEZ AÑOS)



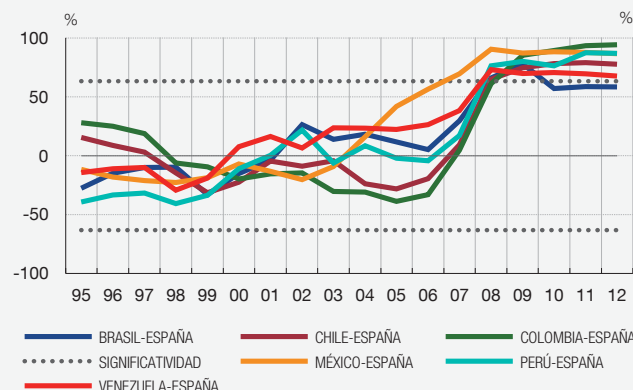
2 CORRELACIONES DEL COMPONENTE CÍCLICO DEL PIB
(VENTANAS DE DIEZ AÑOS)



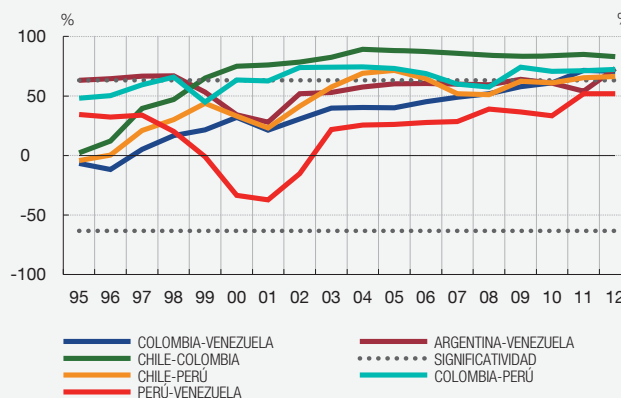
3 CORRELACIONES DEL COMPONENTE CÍCLICO DEL PIB
(VENTANAS DE DIEZ AÑOS)



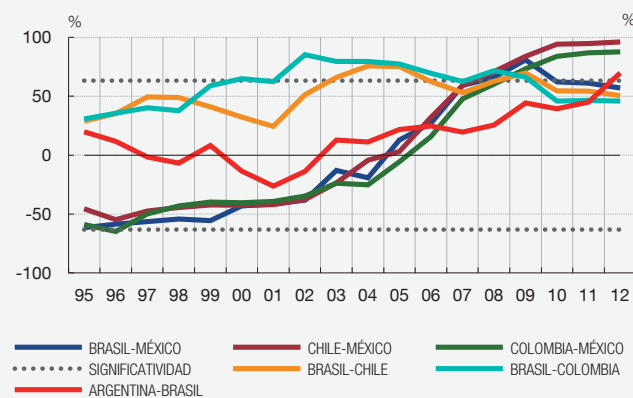
4 CORRELACIONES DEL COMPONENTE CÍCLICO DEL PIB
(VENTANAS DE DIEZ AÑOS)



5 CORRELACIONES DEL COMPONENTE CÍCLICO DEL PIB
(VENTANAS DE DIEZ AÑOS)



6 CORRELACIONES DEL COMPONENTE CÍCLICO DEL PIB
(VENTANAS DE DIEZ AÑOS)



FUENTE: Banco de España.

Las correlaciones con el ciclo de la Unión Europea no son significativas a lo largo de todo el período examinado.

La menor correlación regional de América Latina con China, y su no significatividad, es fruto de la correlación bilateral con México, que hasta 2004 era incluso negativa —algo lógico, teniendo en cuenta su competencia en mercados comunes, en productos de gamas cercanas—. En sentido contrario, la correlación de los ciclos de China y Brasil es elevada a partir del 2000 (50 %), aunque no llega a ser significativa, lo que pone de manifiesto la creciente importancia de China —que ya es el principal socio comercial de Brasil—, incluso para aquellas economías de la región más cerradas y con una estructura comercial y productiva más diversificada. Por su parte, Estados Unidos presenta correlaciones positivas y significativas con casi todos los países de la región a partir de 2006, que son especialmente elevadas (más del 90 %) en Chile y México. Este incremento ha tendido a revertirse parcialmente en los últimos años, por las divergencias cíclicas. Un caso similar es el de España: el ciclo muestra una correlación creciente, aunque no significativa hasta 2008, con el de todos los países de la región (2006 en el caso de México); a partir de ese año, las correlaciones se estabilizan, o descienden ligeramente. Por último, en los paneles inferiores se presentan las correlaciones cíclicas entre los países más representativos de la región. Para los países andinos, la mayoría de las correlaciones aumentan a lo largo del tiempo, alcanzando un nivel significativo a partir de 1995, mayor hacia el final del período examinado, lo que refleja su reorientación externa

hacia la zona de crecimiento más dinámica del mundo, la Cuenca del Pacífico. Respecto a las dos mayores economías de la región —México y Brasil—, es destacable la tendencia contrapuesta en las correlaciones, con un incremento en México hasta ser significativas con los andinos más orientados a Asia, y una caída en Brasil, hasta perder la significatividad a partir de la crisis, en lo que ha podido incidir su diferente especialización productiva. Finalmente, es destacable también el incremento paulatino de la correlación cíclica entre las dos grandes economías de MERCOSUR (Argentina y Brasil), que en todo caso solo llega a ser significativa al final de la muestra.

En definitiva, los procesos de apertura al exterior y de refuerzo del comercio intrarregional han dado lugar a una mayor sincronía de los ciclos económicos tanto entre los propios países latinoamericanos como con otros grandes actores del comercio mundial, superando, en muchos casos, la tradicional relación con Estados Unidos. La sincronía cíclica con España también se ha elevado como resultado de la elevada presencia de las empresas españolas en la región, si bien a partir de la crisis se ha estabilizado o ha tendido a descender. Un aumento de la sincronía cíclica implica un mayor impacto de los acontecimientos externos, tanto positivos como negativos, sobre la actividad de la región, tanto por vía directa (correlaciones bilaterales elevadas con Estados Unidos, la UE o España) como indirecta (países con una correlación reducida con los bloques citados, pero elevada con Brasil, por ejemplo, que sí mantiene una elevada interrelación con China o Estados Unidos).

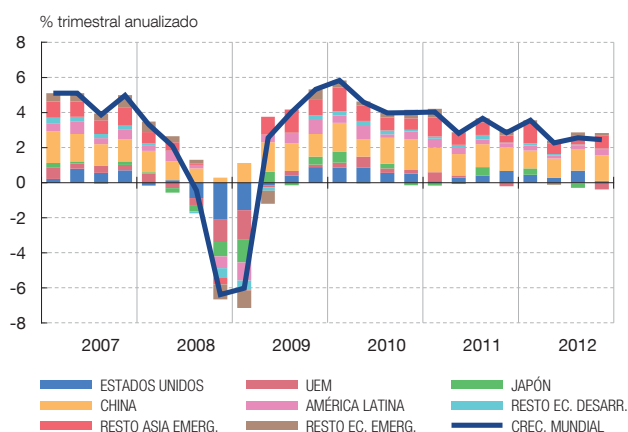
y de profundización en las medidas expansivas de política monetaria en los principales países avanzados. No obstante, a pesar de esta mejora del sentimiento inversor, la actividad global mostró un escaso dinamismo en el último trimestre de 2012, sin cambios sustanciales de las perspectivas económicas.

Las principales economías desarrolladas registraron una fuerte desaceleración en el cuarto trimestre de 2012, con avances casi nulos en Estados Unidos y Japón, y nuevas caídas del PIB en el área del euro y en el Reino Unido. En los primeros meses de 2013 se ha apreciado un cierto repunte de la actividad, más acusado en Estados Unidos, aunque se espera que se mantenga una recuperación modesta. En este contexto, y con unas tasas de inflación que tendieron a moderarse, las políticas monetarias de estos países mostraron un nuevo giro expansivo. En Estados Unidos, el Comité de Política Monetaria de la Reserva Federal decidió en su reunión de diciembre prolongar sus compras de bonos del Tesoro y de MBS de agencias. Más recientemente, el Banco de Japón ha introducido un cambio sustancial en su estrategia expansiva, con la adopción de la base monetaria como objetivo operativo, estando previsto que se doble en un horizonte de dos años.

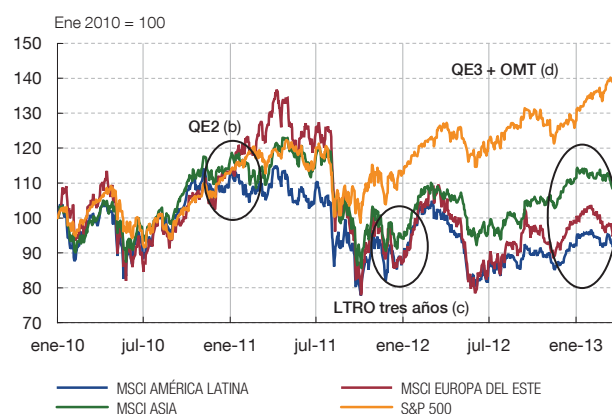
En este contexto, las economías emergentes se recuperaron moderadamente en el último trimestre de 2012, tras el bache experimentado a mediados de año, ligado al debilitamiento de la demanda mundial. En particular, se disiparon las dudas en torno a la intensidad de la desaceleración en China, donde parece confirmarse el proceso de recuperación.

Tasa trimestral anualizada, índices, puntos básicos y miles de millones de dólares

CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO DEL PIB MUNDIAL



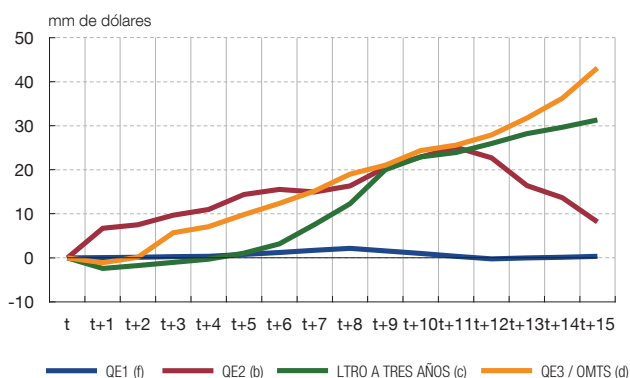
BOLSAS MUNDIALES (a)



DIFERENCIALES DE TIPOS DE INTERÉS E INDICADOR DE RIESGO GLOBAL



FLUJOS NETOS ACUMULADOS DE CAPITALES A FONDOS DE ECONOMÍAS EMERGENTES (RENTA FIJA + RENTA VARIABLE) (e)



FUENTES: Estadísticas nacionales, Dealogic, EPFR y Datastream.

a Índices en dólares.

b Expansión cuantitativa de la Reserva Federal, segunda fase (3 de noviembre de 2010).

c Operaciones de refinanciación a largo plazo del BCE (8 de diciembre de 2011).

d Expansión cuantitativa de la Reserva Federal, tercera fase, y anuncio de operaciones monetarias de compraventa del BCE (segunda semana de septiembre de 2012).

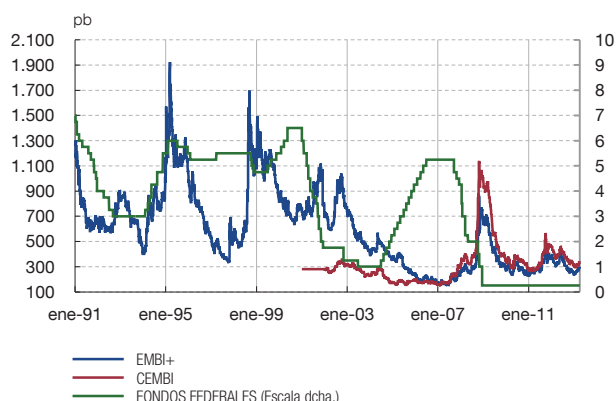
e Semanas a partir del anuncio de la medida.

f Expansión cuantitativa de la Reserva Federal, primera fase (25 de noviembre de 2008).

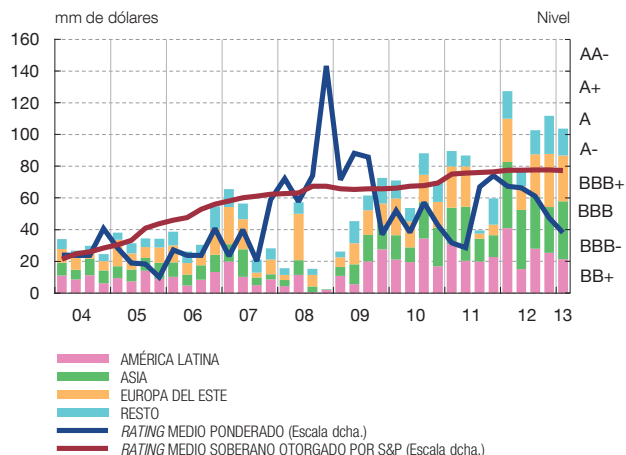
Los indicadores económicos más recientes apuntan a una prolongación del gradual fortalecimiento de la actividad, aunque con importantes diferencias entre regiones: destacando el notable dinamismo en Asia emergente y la marcada debilidad en Europa emergente. Por su parte, la inflación se mantuvo estable, o incluso tendió a moderarse en algunos países de Asia, y se registraron algunas bajadas de tipos, en mayor medida en Europa emergente.

El tono favorable que venía observándose en los mercados financieros internacionales se acentuó a lo largo del último trimestre de 2012, en un entorno de mayor apetito por el riesgo, que se reflejó en aumentos bursátiles, retrocesos de las primas de riesgo crediticio y fuerte incremento de las emisiones de deuda en los segmentos de mayor riesgo. Esta mejora se moderó a partir de mediados de febrero de 2013, con el aumento de la incertidumbre asociado a los resultados electorales en Italia y las dificultades en el rescate de la economía de Chipre, que afectaron negativamente a las bolsas y a los indicadores de riesgo crediticio europeos, mientras la bolsa de Estados Unidos alcanzaba máximos

DIFERENCIALES EMERGENTES Y POLÍTICA MONETARIA EN EEUU



EMISIONES DE RENTA FIJA EN MERCADOS INTERNACIONALES



FUENTES: Datastream, Fondo Monetario Internacional, Dealogic y JP Morgan.

históricos. En los mercados cambiarios cabe destacar la fuerte depreciación del yen, impulsado por la orientación expansiva de las políticas económicas tras la entrada del nuevo Gobierno. Y respecto a las materias primas, el precio del petróleo Brent ha oscilado en una banda en torno de los 110 dólares por barril en el último semestre, mientras que los precios de los metales y de los alimentos han tendido, por lo general, a la baja.

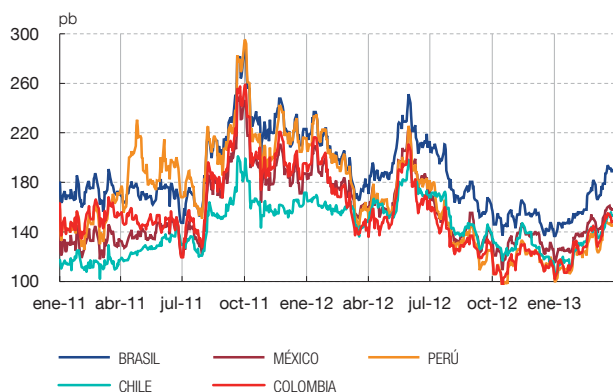
Los mercados emergentes registraron sustanciales mejoras en el transcurso de los seis últimos meses, si bien desde el principio de 2013 se han comportado comparativamente peor que los industrializados. Las emisiones de renta fija en mercados internacionales aumentaron rápidamente a partir de septiembre (gráfico 3), alcanzando niveles máximos anuales en 2012. Este fuerte ritmo de emisiones prosiguió en el primer trimestre de 2013, especialmente en enero, cuando volvieron a los mercados, o acudieron a él por primera vez, países con acceso muy limitado, si bien se ha frenado significativamente en las últimas semanas.

La reducción de los *spreads*, el fuerte aumento de las emisiones y el acceso al mercado de emisores poco frecuentes llevan a plantear el riesgo de que se puedan estar alcanzando valoraciones excesivamente optimistas en estos mercados. Como atenuante, cabe destacar los fundamentos, por lo general, sólidos de las economías emergentes y el hecho de que las condiciones de las emisiones no se han relajado tanto como en anteriores ciclos expansivos. Así, el *rating* medio ponderado de las emisiones recientes se ha mantenido entre BBB y BBB+, entre uno y dos escalones por encima de los observados en 2010 y comienzos de 2011, cerca de la calificación media soberana de los emergentes (véase gráfico 3). Por su parte, los tipos de cambio de las economías emergentes con mercados más profundos han registrado apreciaciones más moderadas que en épocas anteriores, mientras que los diferenciales soberanos y corporativos se mantienen por encima de los niveles mínimos de 2007 (véase gráfico 2).

Mercados financieros y financiación exterior

Los mercados de las economías latinoamericanas se han comportado de manera similar al resto de emergentes, con algunas excepciones. Así, los diferenciales soberanos disminuyeron ligeramente entre noviembre y comienzos de enero, pero se incrementaron posteriormente, influidos tanto por los desarrollos globales como por factores idiosincrásicos.

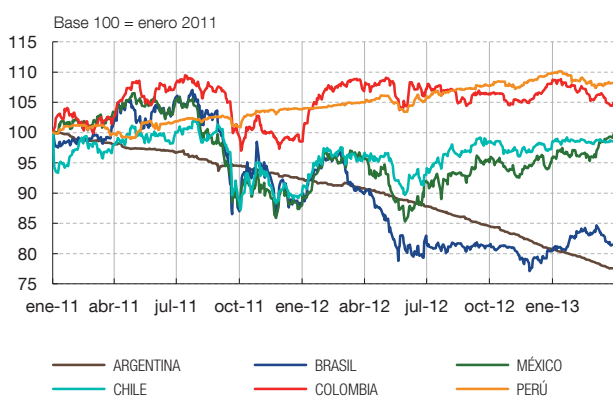
DIFERENCIALES SOBERANOS



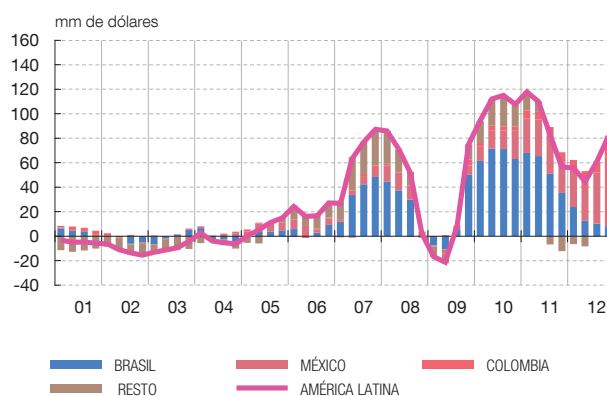
ÍNDICES DE BOLSA



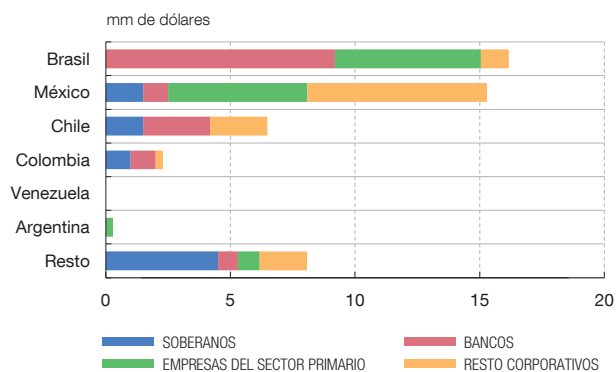
TIPO DE CAMBIO FRENTE AL DÓLAR



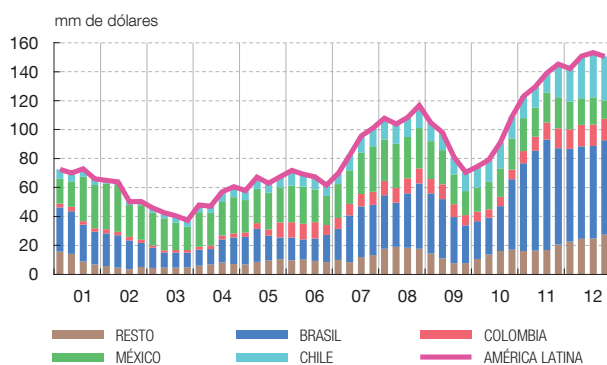
FLUJOS DE INVERSIÓN DE CARTERA ACUMULADOS EN DOCE MESES



EMISIONES INTERNACIONALES EN AMÉRICA LATINA:
DE OCTUBRE DE 2012 A MARZO DE 2013



FLUJOS DE INVERSIÓN DIRECTA ACUMULADOS EN DOCE MESES



FUENTES: Datastream, Dealogic, JP Morgan, Fondo Monetario Internacional y estadísticas nacionales.

a Índice MSCI América Latina en moneda local.

Inicialmente, la caída del diferencial agregado se derivó casi exclusivamente del comportamiento de los países con mayor riesgo —Argentina, Venezuela y Ecuador—, dado que los restantes registraron ligeros incrementos (véase gráfico 4). Sin embargo, los tres países mencionados siguieron presentando indicadores de riesgo muy elevados. En el caso de Argentina, por encima de los 900 puntos básicos (pb), y al final del período, de los

1.200 pb, como consecuencia del aumento de la probabilidad de impago a raíz de la decisión de los tribunales de Nueva York sobre la deuda reestructurada en 2005. En Venezuela también las variaciones del diferencial soberano vinieron asociadas a los acontecimientos políticos en el país, la celebración de elecciones en octubre de 2012, el posterior fallecimiento del presidente y la convocatoria y resolución de nuevos comicios en abril del presente año. El repunte de los diferenciales desde mediados de febrero de 2013 ha sido generalizado, con mayor entidad en el caso de Brasil, debido posiblemente a la falta de reactivación de la economía y a una evolución de la inflación algo peor que la esperada.

Las bolsas latinoamericanas registraron, en general, una evolución alcista hasta finales de enero de 2013: 12,4 % en México, en parte por las expectativas de reforma generadas por la nueva Administración; 5,2 % en Brasil o 6,2 % en Chile. Posteriormente, registraron descensos (alrededor del 5 %-6 %), en línea con el comportamiento del resto de los mercados emergentes, aunque menores que los de Europa del Este. La bolsa que registró un mayor descenso fue la brasileña, mientras que la mexicana se mantuvo estable, aunque con cierta volatilidad, influida por las medidas adoptadas por el Gobierno en el ámbito del sector inmobiliario y por las expectativas de reforma de las telecomunicaciones.

Finalmente, los tipos de cambio de la región tuvieron un comportamiento dispar, con una fuerte apreciación en México (6,6 % entre noviembre de 2012 y marzo de 2013) y mayor volatilidad en el caso de Brasil, cuya divisa, tras depreciarse fuertemente antes de final de año y recuperarse después, se mantiene en términos efectivos reales en niveles similares a los de mediados de 2009, y un 15 % más depreciados que los de comienzos de 2011 (véase gráfico 4). En otros mercados menos profundos pero que han atraído capitales en los últimos meses, como los de Perú o Colombia, se registraron apreciaciones de las divisas (2,5 % y 3,5 %, respectivamente), revertidas posteriormente tras la intensificación de las intervenciones de los bancos centrales (véase gráfico 4).

Las economías latinoamericanas han seguido registrando fuertes entradas de inversión exterior directa, cerca de los máximos históricos (150 mm de dólares al año) (véase gráfico 4). Destaca el aumento de las entradas en Brasil y Chile —en este último país, con máximos históricos por el sector de la minería—, que compensó la reducción de las entradas en México. Las entradas de capital de cartera resultaron menores que en años anteriores (una reducción del 40 % respecto a los máximos de 2010 y 2011), y presentaron un cambio en la composición por destinos, aumentando hasta máximos en México y moderándose muy significativamente en Brasil (véase recuadro 2). En 2012, las emisiones de renta fija en la región alcanzaron máximos históricos en el segmento corporativo en algunos países, en un mercado dominado por la emisión de los bancos brasileños y por empresas del sector primario (véase gráfico 4). Destacan especialmente los países más pequeños (agrupados en el gráfico bajo la rúbrica «resto»), gracias a las colocaciones soberanas de países centroamericanos (El Salvador, Guatemala, Costa Rica) y otros con acceso muy limitado a estos mercados hasta la fecha (Honduras, Paraguay).

Actividad y demanda

Tras alcanzar una tasa mínima de crecimiento del 2,4 % interanual en el tercer trimestre de 2012, el PIB agregado de las siete principales economías de la región se recuperó moderadamente en el cuarto trimestre, hasta el 2,8 % (véase cuadro 1). En tasa trimestral, el aumento fue del 0,9 %, frente al 0,4 % registrado en los dos trimestres centrales del año (véase gráfico 5). La tasa media anual en 2012 fue del 2,9 %, la menor desde 2009, si bien este promedio es poco representativo de la evolución en los distintos países de América Latina, por la creciente polarización. Así, Argentina y Brasil registraron crecimientos muy bajos en el conjunto del año (1,9 % y 0,9 %, respectivamente), con una tímida recuperación

En los años transcurridos desde la crisis financiera global, la mayor parte de las economías latinoamericanas han atraído una cantidad elevada de flujos financieros internacionales que ha tendido a imponer una presión hacia la apreciación de los tipos de cambio. A mediados de 2012, en el conjunto de Brasil, México, Chile, Colombia y Perú, las inversiones brutas de no residentes alcanzaron los 250 mm de dólares, una cifra equivalente al 5,7 % del PIB agregado de los cinco países, y en términos netos (descontadas las inversiones de los residentes en el exterior), 160 mm de dólares, un 3,6 % del PIB¹. Las entradas de capital están asociadas, tanto a factores externos como a factores idiosincrásicos de carácter estructural. Por un lado, la existencia de una elevada liquidez internacional ha propiciado elevados flujos como consecuencia, entre otras razones, del mayor apetito por el riesgo y de operaciones de *carry trade* hacia economías con elevados diferenciales de tipos de interés como las latinoamericanas. Pero, además, esta situación ha coincidido con la existencia de unas perspectivas de crecimiento favorable en las economías de la región —sobre todo, en relación con las de las economías avanzadas—, asociado, entre otras causas, al elevado precio de las materias primas y a la mejora de los marcos institucionales y de política económica.

Como consecuencia de la importante entrada de capital y de la aparición de ciertos desequilibrios macroeconómicos, las autoridades han respondido mediante una combinación de políticas monetarias, macroprudenciales y, en algún caso incluso, controles de capitales, en un intento de gestionar las entradas de capitales y contener sus potenciales efectos adversos, en especial los relacionados con los flujos de corto plazo de naturaleza más volátil. En este recuadro se analiza la evolución reciente de los flujos de capital y de las estrategias para gestionarlos en los cinco países de América Latina que mantienen objetivos de inflación, y se avanzan algunas consideraciones sobre el comportamiento reciente de los tipos de cambio, la rotación de los flujos entre países y los cambios en el proceso de acumulación de reservas.

El caso más significativo de la región es Brasil. Desde mediados de 2009, la economía brasileña registró una notable entrada neta de capital, que alcanzó a mediados de 2011 un máximo de 125 mm de dólares, el 5 % del PIB, superando el nivel previo a la crisis (véase gráfico). Pese a una inversión extranjera directa creciente, este auge se materializó principalmente en un aumento de los flujos de inversión de cartera, que llegaron a situarse en 72 mm de dólares (2 % del PIB) en el segundo trimestre de 2010 y se mantuvieron en niveles igualmente elevados durante más de un año. Desde 2009 hasta mediados de 2011, el real brasileño se apreció un 40 %, llegando a máximos históricos (en torno a 1,55 reales por dólar). Esta apreciación llevó a las autoridades a poner en práctica

una serie de medidas contracíclicas, en un contexto en el que la tendencia al alza de la inflación impuso un dilema importante para la política monetaria. Así, se aceleró la compra de reservas exteriores —un aumento acumulado en un año de 91 mm de dólares en agosto de 2011, el 2,2 % del PIB— y se adoptaron una serie de medidas macroprudenciales, como encajes bancarios y requerimientos de capital, y controles de capitales, entre los que destacan el aumento y la extensión del impuesto de operaciones financieras con el exterior. Desde mediados de 2011, las entradas netas de capitales se redujeron progresivamente, situándose a finales de 2012 en 74,6 mm de dólares (3,5 % del PIB). Especialmente destacable fue la disminución de las entradas de inversión de cartera, que se redujeron a menos de 20 mm de dólares desde el primer trimestre de 2012. Simultáneamente, el crédito interno comenzó a desacelerarse. A mediados de 2011, el banco central inició un proceso de descenso del tipo de interés oficial ante los incipientes signos de agotamiento del ciclo expansivo de la actividad, y posteriormente empezó a reducir el impuesto de operaciones financieras con el exterior y varias de las medidas macroprudenciales impuestas previamente, en un contexto de menor presión hacia la apreciación del tipo de cambio. Desde esa fecha, se ha producido una corrección del tipo de cambio cercana al 30 %, una moderación muy significativa del ritmo de acumulación de reservas (19,2 mm de dólares, el 0,9 % del PIB, a finales de 2012) y la desaparición de los dilemas de política monetaria que habían condicionado la gestión macroeconómica en 2010 y 2011.

En Chile, Perú y Colombia, la apreciación del tipo de cambio a partir de 2009 estuvo ligada esencialmente a la mejora del saldo de la cuenta corriente por el aumento de los términos de intercambio. Esta evolución estuvo acompañada por un fuerte incremento de las entradas netas de capitales a lo largo de 2011, que empezaron a concentrarse en inversiones de cartera y préstamos exteriores, alcanzando valores elevados en Chile (8,2 % del PIB), Colombia (4,5 % del PIB) y Perú (9,1 % del PIB), tendencia que se ha mantenido en 2012 (véase gráfico). Como consecuencia de ello, hasta 2011 el peso chileno se apreció un 27 %, el peso colombiano un 20 % y el sol peruano un 13 %.

Los bancos centrales han reaccionado de forma distinta ante dicha apreciación. En concreto, en Chile no se han utilizado medidas de restricción a los flujos del exterior para gestionar las entradas de capital. El banco central ha intervenido muy ocasionalmente en el mercado de divisas y se ha producido una notable liberalización de las salidas de capitales, que afectan a las inversiones en el exterior de los fondos de pensiones residentes. Tampoco en Colombia se han adoptado recientemente medidas de control de capitales, aunque se ha intensificado la acumulación de reservas exteriores. En Perú, en cambio, se han adoptado diversas medidas macroprudenciales y algunas medidas disuasorias a la inversión en divisas, como aumentos en los encajes bancarios, limitaciones a las posiciones netas en moneda extranjera y relajación de los límites a las salidas de capitales, además de acumulación de reservas. Desde entonces, los tipos de cambio de Colombia y Chile se han estabilizado, si bien en niveles relativamente apreciados, mientras que en Perú la tendencia a la apreciación

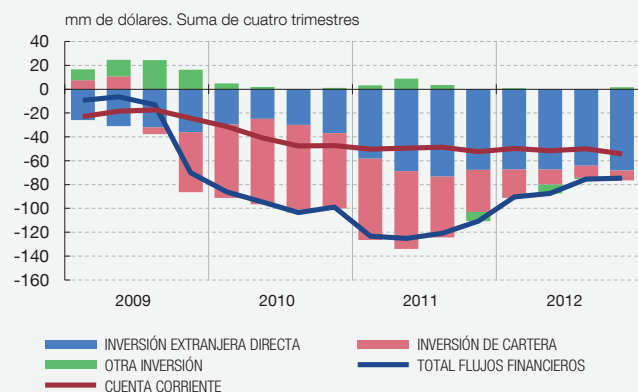
1 Estas cifras son algo inferiores al máximo alcanzado a mediados de 2011, cuando las entradas brutas alcanzaron 343 mm de dólares (8 % del PIB de los cinco países) y los flujos netos 220 mm (5,2 % del PIB), pero son superiores al pico del ciclo anterior, a finales de 2007, cuando los flujos brutos de entrada se situaron en 225 mm de dólares (7,7 % del PIB) y los netos en 120 mm de dólares (4,1 % del PIB).

ha proseguido en un contexto de fuerte aumento de la inversión directa del exterior.

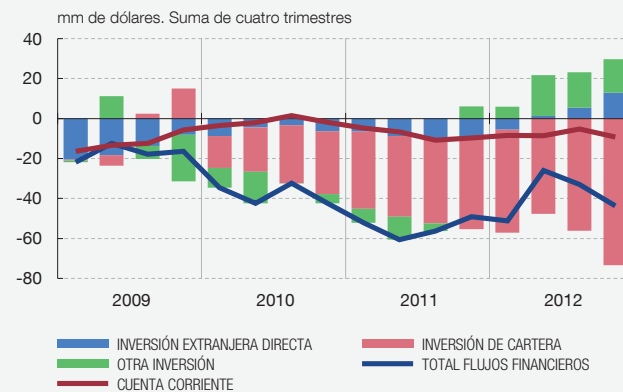
México se ha enfrentado a una situación algo diferente en la gestión de los flujos de capital desde el final de la crisis, puesto que sus perspectivas económicas durante el período posterior a la cri-

sis fueron lastradas por las de su vecino del Norte. El tipo de cambio del peso mexicano se apreció mucho menos que el resto de las divisas hasta comienzos de 2010 (en torno a un 8%), en un contexto de reducción del déficit corriente y moderadas entradas netas de capitales, fundamentalmente en forma de inversión directa (0,2% del PIB a finales de 2009). Sin embargo, a partir de

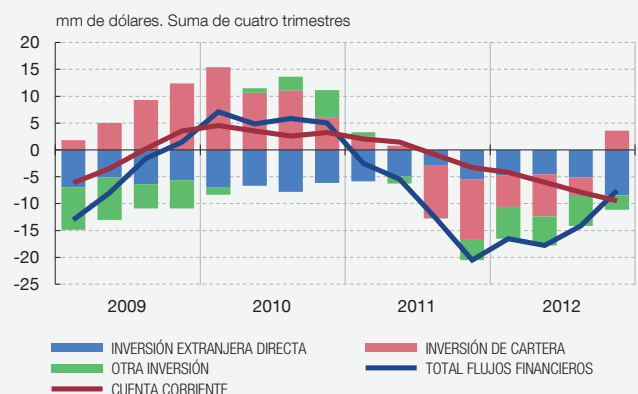
1 BRASIL (a)



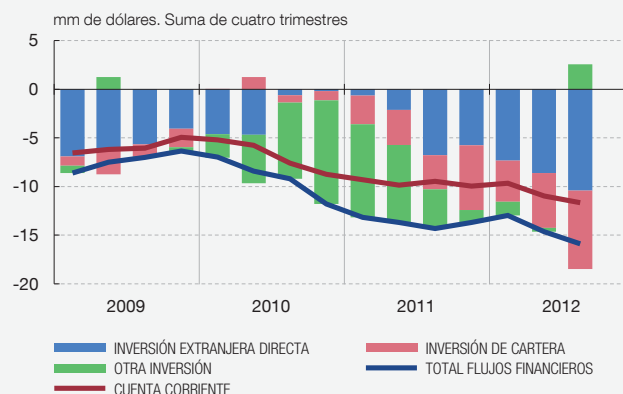
2 MÉXICO (a)



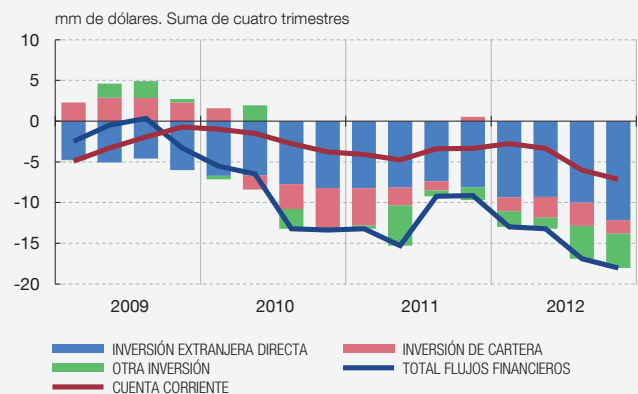
3 CHILE (a)



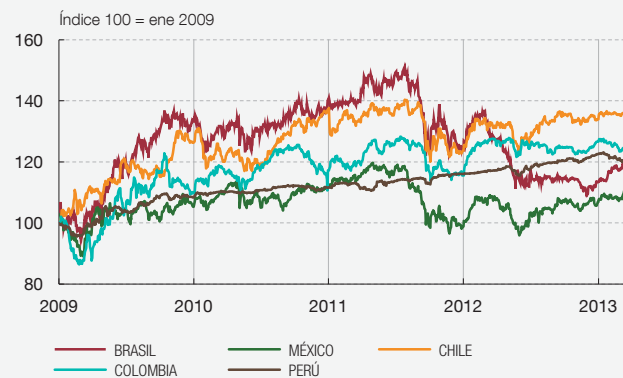
4 COLOMBIA (a)



5 PERÚ (a)



6 TIPOS DE CAMBIO FRENTE AL DÓLAR



FUENTES: Datastream y Fondo Monetario Internacional.

a Los flujos financieros se calculan como variación neta de activos menos variación neta de pasivos, de modo que un signo negativo indica entradas netas de capitales. Por su parte, el saldo de cuenta corriente se calcula como ingresos menos pagos, por lo que un signo negativo indica un déficit de cuenta corriente.

2010 la inversión neta en cartera ha aumentado considerablemente, hasta alcanzar 70 mm de dólares a finales de 2012 —un 1,5 % del PIB, máximo histórico— (véase gráfico). Todo ello se ha traducido en un incremento notable de reservas exteriores.

Este hecho común con Chile, Colombia y, en menor medida, Perú parece haberse intensificado en 2012, coincidiendo con la caída de las entradas netas de inversión de cartera en Brasil. Además, en 2012, junto con el citado incremento de la inversión de cartera, también se ha producido en México un importante aumento de la inversión de los residentes en el exterior en forma de otra inversión, lo que seguramente explica que el tipo de cambio no se haya apreciado tanto como indicarían las elevadas cifras de entradas netas de inversión de cartera.

Es difícil valorar si la combinación de medidas adoptadas para contener la apreciación del tipo de cambio en algunos países, incluidos los controles de capital, han sido eficaces. Por un lado, en Brasil se ha conseguido revertir la apreciación del real ocurrida tras la crisis —lo que también ha podido responder al recorte de los tipos de interés, facilitado a su vez por la dinámica de desaceleración de la actividad interna—, y también se ha moderado el crecimiento del crédito. Además, ha evitado la aparición de los dilemas que condicionaron la política monetaria en los años de mayores presiones por parte de los flujos de capital. Baumann y Gallagher (2012)² avalan este argumento y muestran además

cómo los controles en Brasil contribuyeron a desplazar los flujos de capitales hacia inversiones a más largo plazo; sin embargo, para Chile no encuentran evidencia de un cambio en el nivel y composición de los flujos exteriores, si bien las intervenciones redujeron el nivel del tipo de cambio. Ahora bien, la introducción y retirada de los controles de capital podría haber tenido efectos *spillover* en otros países. Forbes *et al.* (2011)³ encuentran que la imposición de controles en Brasil provocó una reducción del peso en las carteras de los inversores tanto de Brasil como de otros países que, si bien no habían establecido controles, se consideran proclives a imponerlos. Este resultado es sugerente, puesto que parece demostrar que los inversores no reaccionan tan solo al coste en sí que las medidas sobre controles de capitales imponen sobre sus inversiones, sino que es más bien el efecto señalización de la orientación de las políticas lo que prima en sus decisiones. Lambert *et al.* (2011)⁴ encuentran el mismo tipo de efecto y argumentan que la subida del impuesto de transacciones en Brasil explica gran parte del aumento de las entradas de cartera en México en el período subsiguiente, lo que sugiere la existencia de efectos desplazamiento y *spillovers* financieros dentro de la región.

2 B. A. Baumann y K. P. Gallagher (2012), *Navigating Capital Flows in Brazil and Chile*, Boston University Working Paper, junio.

3 K. Forbes, M. Fratzschwer, T. Kostka y R. Starub (2011), «Bubble Thy Neighbor: Direct and Spillover Effects of Capital Controls», 12th Jacques Polak Annual Research Conference, FMI, Washington DC, 10-11 de noviembre.

4 F. Lambert, J. Ramos-Tallada y C. Rebillard (2011), *Capital Controls and Spillover Effects: Evidence from Latin-American Countries*, Bank of France Working Paper n.º 357, París, Francia.

en el cuarto trimestre, mientras que, en el extremo opuesto, Perú creció un 6,3 %, y Chile y Venezuela el 5,6 %, terminando el año con tasas de avance igualmente sólidas. En una posición intermedia, México y Colombia mostraron crecimientos anuales del 3,9 % y 4 %, respectivamente, con cierta moderación en el segundo semestre.

Entre los componentes de la demanda, el consumo privado mantuvo tasas de crecimiento robustas de forma generalizada (un 3,9 % anual en el promedio de las siete principales economías), mientras que la inversión, que se esperaba que se hubiese recuperado en 2012, cerró el año con un crecimiento promedio del 2,7 % interanual, frente al 8,5 % de 2011 (véase gráfico 6). Esta tasa de crecimiento esconde caídas del 4 % en Brasil y del 4,9 % en Argentina, dos de las economías con mayor peso en el agregado regional, en contraste con tasas de crecimiento del 23 % en Venezuela, de más del 12 % en Chile y Perú, y de en torno al 6 % en Colombia y México. Dada la reducida ratio de inversión sobre PIB en Brasil (18 %), la debilidad de este componente en un contexto global favorable resulta llamativa (véase el epígrafe correspondiente a Brasil más adelante). En Argentina, la caída de la inversión estuvo asociada a la imposición de restricciones a la importación y controles de capital. Por otro lado, en Chile y Perú la formación bruta de capital registró avances importantes relacionados con la inversión en el sector minero, en un contexto de solvencia en la gestión macroeconómica, y en Perú también con la percepción de un mayor impulso a las reformas estructurales.

	2010	2011	2012	2011				2012				2013
				I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	Marzo
PIB (tasa interanual)												
América Latina (a)	6,3	4,5	2,9	5,6	4,4	4,4	3,8	3,6	2,7	2,5	2,8	
Argentina (b)	9,2	8,9	1,9	9,9	9,1	9,3	7,3	5,2	0,0	0,7	2,1	
Brasil	7,5	2,7	0,9	4,2	3,3	2,1	1,4	0,8	0,5	0,9	1,4	
México	5,3	3,9	3,9	4,3	2,9	4,4	3,9	4,9	4,5	3,2	3,2	
Chile	5,8	5,9	5,6	9,9	6,3	3,7	4,5	5,1	5,7	5,8	5,7	
Colombia (c)	4,0	6,6	4,0	5,7	6,4	7,9	6,6	5,3	5,0	2,7	3,1	
Venezuela	-1,5	4,2	5,6	4,8	2,6	4,4	4,9	5,9	5,6	5,5	5,5	
Perú	8,8	6,9	6,3	8,8	6,9	6,7	5,5	6,0	6,4	6,8	5,9	
IPC (tasa interanual)												
América Latina (a)	6,3	6,8	6,2	6,7	6,6	6,9	7,0	6,6	6,1	6,1	6,1	6,7
Argentina (b)	10,5	9,8	10,0	10,1	9,7	9,8	9,6	9,7	9,9	10,0	10,6	10,6
Brasil	5,0	6,6	5,4	6,1	6,6	7,1	6,7	5,8	5,0	5,2	5,6	6,6
México	4,2	3,4	4,1	3,5	3,3	3,4	3,5	3,9	3,9	4,6	4,1	4,3
Chile	1,4	3,3	3,0	2,9	3,3	3,1	4,0	4,1	3,1	2,6	2,2	1,5
Colombia	2,3	3,4	3,2	3,3	3,0	3,5	3,9	3,5	3,4	3,1	2,8	1,9
Venezuela	29,0	27,2	21,1	29,1	24,6	26,5	28,5	25,1	22,3	19,0	18,8	24,2
Perú	1,5	3,4	3,7	2,4	3,1	3,5	4,5	4,2	4,1	3,5	2,8	2,6
Saldo presupuestario (% del PIB) (d)												
América Latina (a) (e)	-2,2	-2,1	-2,3	-1,8	-1,6	-1,7	-2,1	-2,0	-1,8	-1,9	-2,1	
Argentina	0,2	-1,7	-2,6	0,2	0,0	-0,4	-1,6	-1,9	-1,7	-1,9	-2,4	
Brasil	-2,5	-2,6	-2,5	-2,3	-2,1	-2,5	-2,6	-2,4	-2,6	-2,8	-2,5	
México	-2,9	-2,5	-2,6	-2,8	-2,8	-2,6	-2,4	-2,7	-2,4	-2,2	-2,5	
Chile	-0,3	1,5	0,6	1,0	1,4	2,0	1,5	1,6	1,2	0,4	0,6	
Colombia	-3,6	-2,0	-1,9	-2,9	-1,5	-1,4	-2,1	-2,5	-1,0	-1,2	-1,9	
Venezuela	-3,8	-4,0	-4,9	—	—	—	—	—	—	—	—	
Perú	0,1	0,9	1,3	0,4	0,3	0,9	0,9	1,3	2,4	1,6	1,3	
Deuda pública (% del PIB)												
América Latina (a)	33,4	32,1	-	33,0	32,9	32,3	32,1	32,2	31,3	-	-	
Argentina	39,9	36,8	-	44,8	42,9	40,8	40,2	39,7	39,5	-	-	
Brasil	39,2	36,4	35,1	38,9	38,6	36,3	36,4	36,5	35,2	35,5	35,1	
México	27,5	26,5	27,8	27,1	26,9	27,6	26,5	28,1	28,0	28,3	27,8	
Chile	8,6	11,2	16,5	9,0	9,4	10,6	11,2	11,2	11,6	11,5	16,5	
Colombia	35,0	33,8	32,2	35,0	33,2	34,1	33,8	32,9	32,4	32,4	32,2	
Venezuela	28,1	25,1	-	25,1	31,5	34,7	36,6	35,1	-	-	-	
Perú	23,4	21,7	20,2	22,4	21,7	20,9	21,7	20,7	20,0	19,7	20,2	
Balanza por cuenta corriente (% del PIB) (d)												
América Latina (a)	-0,9	-1,0	-1,5	-0,9	-0,9	-0,8	-1,0	-0,9	-1,1	-1,2	-1,5	
Argentina	0,8	-0,4	0,1	0,5	0,0	-0,2	-0,3	-0,2	-0,1	0,1	0,1	
Brasil	-2,2	-2,1	-2,4	-2,2	-2,1	-2,0	-2,1	-2,0	-2,2	-2,2	-2,4	
México	-0,2	-0,8	-0,8	-0,4	-0,6	-0,9	-0,8	-0,7	-0,8	-0,5	-0,8	
Chile	1,5	-1,3	-3,5	0,8	0,6	-0,4	-1,3	-1,7	-2,4	-3,0	-3,5	
Colombia	-3,1	-2,9	-3,2	-3,0	-3,0	-2,8	-2,9	-2,6	-2,9	-3,1	-3,2	
Venezuela	3,7	7,7	2,7	5,0	6,8	8,3	8,3	7,8	6,8	5,2	3,7	
Perú	-2,5	-1,9	-3,6	-2,6	-2,9	-2,0	-1,9	-1,5	-1,8	-3,1	-3,6	
Deuda externa (% del PIB)												
América Latina (a)	20,9	20,2	-	20,6	19,9	19,9	19,9	20,5	19,4	20,2	-	
Argentina	35,1	31,5	-	34,1	28,4	31,1	30,6	33,2	28,1	29,8	-	
Brasil	12,0	12,1	14,1	12,3	12,2	12,0	12,0	12,1	12,7	13,5	14,0	
México	19,0	18,2	19,4	17,8	18,6	18,0	18,2	18,5	19,1	19,3	19,4	
Chile	38,9	39,5	43,9	39,8	39,8	38,6	39,5	39,4	40,0	42,0	43,9	
Colombia	22,4	22,9	21,6	20,6	20,9	21,7	22,9	21,1	20,9	21,9	21,6	
Venezuela	38,6	35,1	29,0	36,5	36,0	35,2	35,1	32,7	30,7	30,1	29,0	
Perú	26,4	24,4	29,3	28,1	27,9	27,6	26,9	28,6	28,7	29,7	29,3	

FUENTE: Estadísticas nacionales.

a Agregado de los siete países representados.

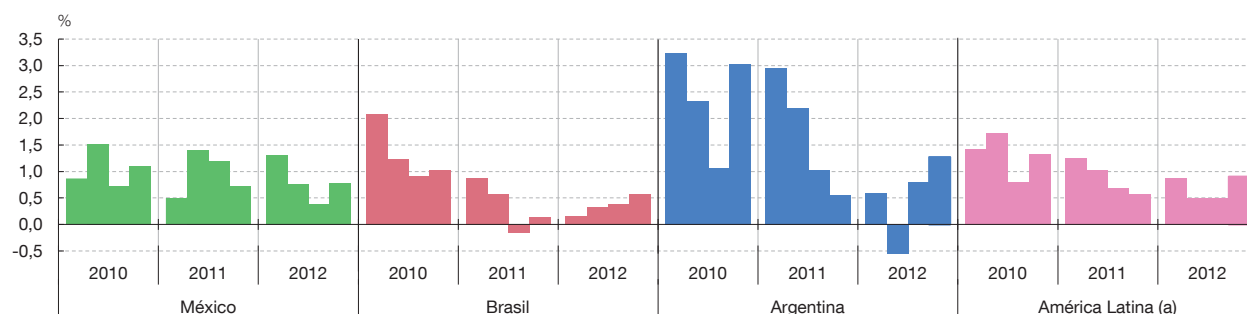
b Datos oficiales.

c Ajustado de estacionalidad.

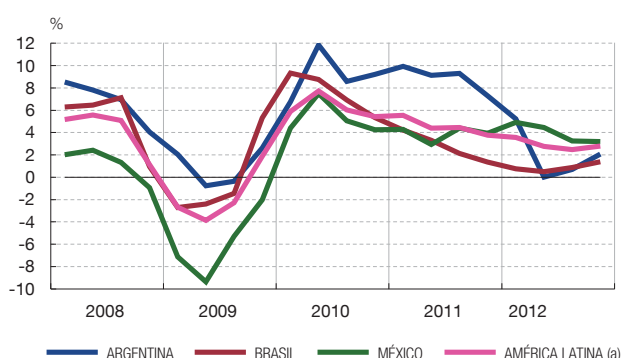
d Media móvil de cuatro trimestres.

e Los datos trimestrales del agregado de América Latina no incluyen Venezuela.

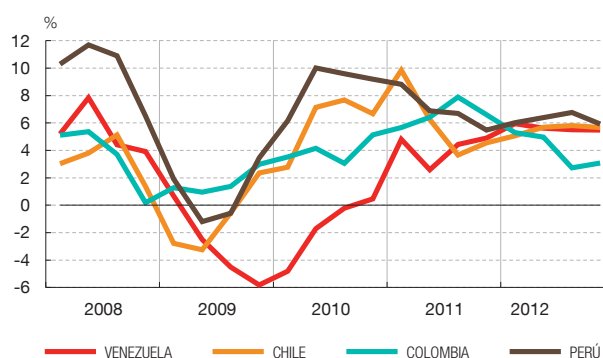
PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasas trimestrales



PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasas interanuales



PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasas interanuales



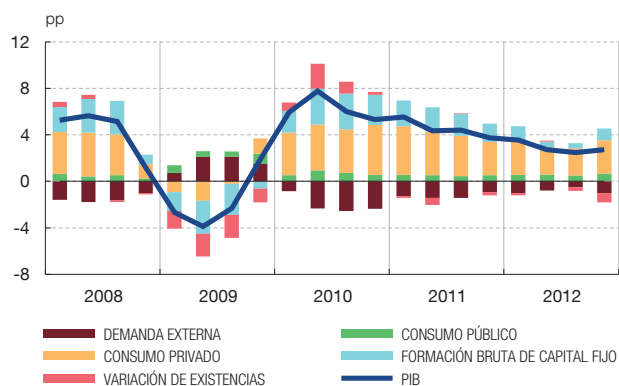
FUENTE: Estadísticas nacionales.

a Agregado de las siete principales economías.

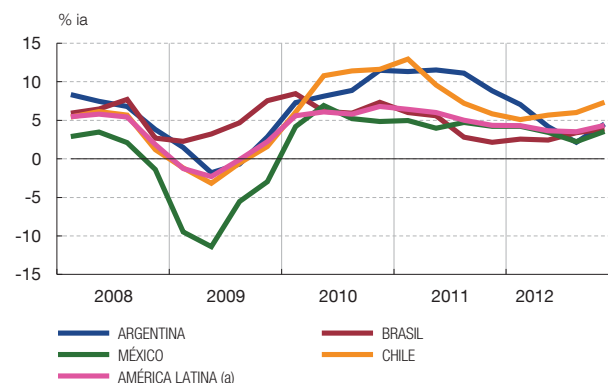
Por su parte, la demanda externa redujo a la mitad su aportación negativa al crecimiento regional en el conjunto del año (-0,8 %) (véase gráfico 6). Las exportaciones se desaceleraron (1,5 % interanual en 2012, frente al 6,3 % en 2011), en línea con el parón del comercio mundial, a mediados de año, y el descenso de los términos de intercambio en varios países, afectando más a los exportadores de productos primarios, particularmente a Argentina. México, en cambio, principal país exportador de la región, mostró un mejor comportamiento, con un crecimiento en el año del 4,6 %. No obstante, la ralentización de las importaciones respecto al año anterior fue aún mayor y relativamente generalizada (3,5 % interanual en 2012, frente al 11,4 % en 2011), lo que puede atribuirse en parte a la moderación de la demanda interna en algunos países, pero también a un ajuste hacia tasas de crecimiento más sostenibles, tras el extraordinario avance de la importación de los últimos tres años; así, en Colombia y en Brasil las importaciones se situaron en 2012 entre un 40 % y un 45 % por encima de los máximos de 2008. Las principales excepciones en este sentido fueron Venezuela y Perú.

La situación de los mercados laborales siguió siendo muy favorable, con una creación de empleo por lo general sólida y tasas de desempleo próximas a los mínimos en la mayoría de los países (véase gráfico 7). En determinados casos se observó alguna presión por el lado de los costes salariales. El crédito, que había suscitado cierta preocupación por su rápido crecimiento en 2010 y 2011, tendió a moderarse, mientras que los indicadores de mayor frecuencia (ventas al por menor, o confianza de consumidores

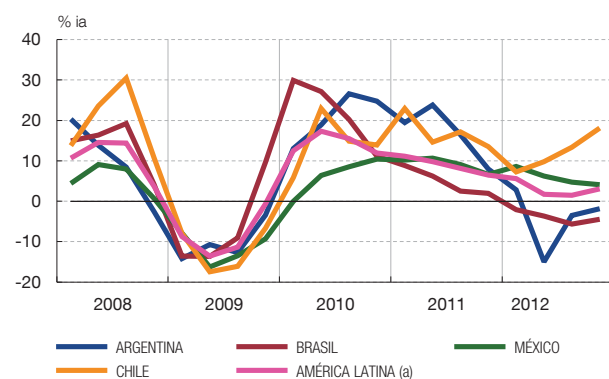
APORTACIONES AL CRECIMIENTO INTERANUAL
DEL PIB (a)



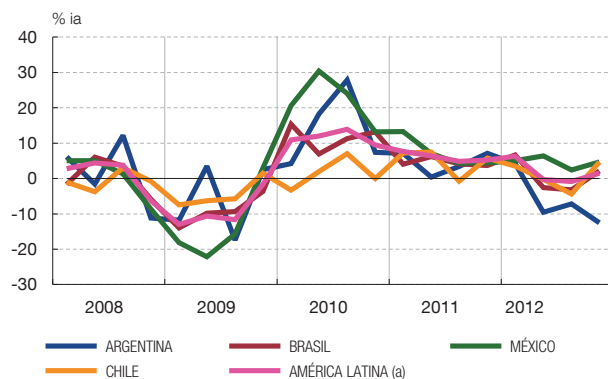
CONSUMO PRIVADO
Tasa interanual



FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO
Tasa interanual



EXPORTACIONES
Tasa interanual



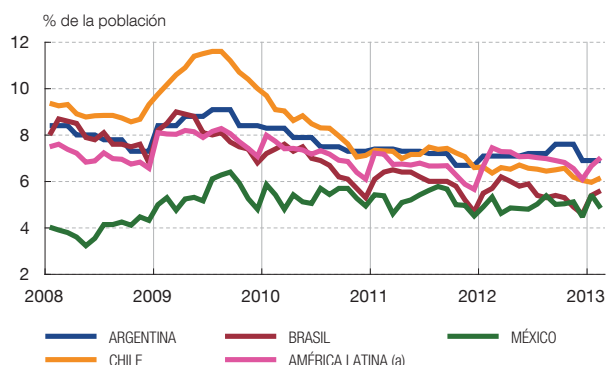
FUENTES: Estadísticas nacionales y Fondo Monetario Internacional.

a Agregado de las siete principales economías.

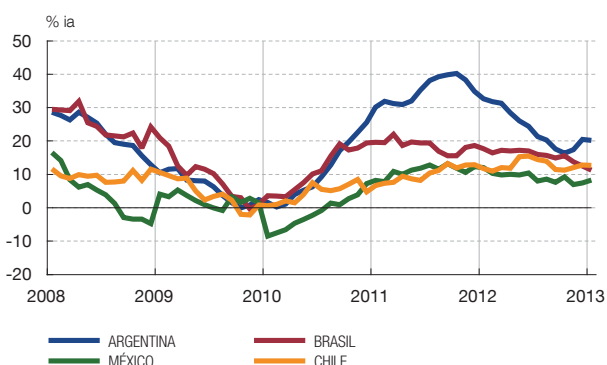
y empresarios) siguen apuntando (con alguna excepción) a una importante solidez de la demanda interna a comienzos de 2013 y, en cambio, pocos indicios de recuperación de la producción industrial, que se mantiene estable en el promedio regional desde comienzos de 2012.

Finalmente, en un contexto caracterizado por la estabilización o incluso una ligera tendencia a la baja de los precios de algunas materias primas (metales, alimentos), el superávit comercial a escala regional se redujo apreciablemente, situándose en un 1,4 % del PIB a finales de año (véase gráfico 8), frente al 2,1 % de 2011. En términos nominales, tanto las exportaciones como las importaciones, que se habían desacelerado fuertemente desde mediados de 2011, tocaron fondo y su crecimiento se estabilizó en tasas muy bajas. Con la excepción de Argentina, donde el superávit comercial se amplió como consecuencia de las medidas administrativas adoptadas, el saldo comercial se redujo en todos los países, y de forma especialmente notable en Chile (1,2 % del PIB), Perú (2,2 %) y, en menor medida, Brasil (0,9 %). Por su parte, el déficit por cuenta corriente en el promedio de la región continuó ampliándose hasta un 1,5 % del PIB regional, de forma que todos los países analizados, con la excepción de Venezuela, registraron saldos negativos en 2012. En Colombia, Chile o Perú el déficit corriente se situó en el entorno del 3,5 % del PIB, y del 2,5 % en Brasil. Este deterioro se explica fundamentalmente por la balanza

TASA DE PARO



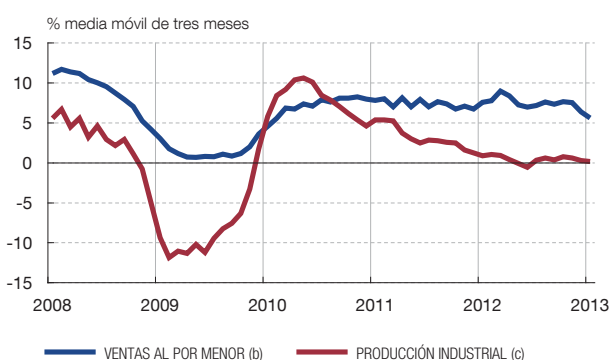
VARIACIÓN REAL DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO
Tasa interanual



ÍNDICES DE CONFIANZA DEL CONSUMIDOR Y EMPRESARIAL



INDICADORES DE DEMANDA Y ACTIVIDAD
Media móvil de tres meses de la tasa interanual



FUENTE: Estadísticas nacionales.

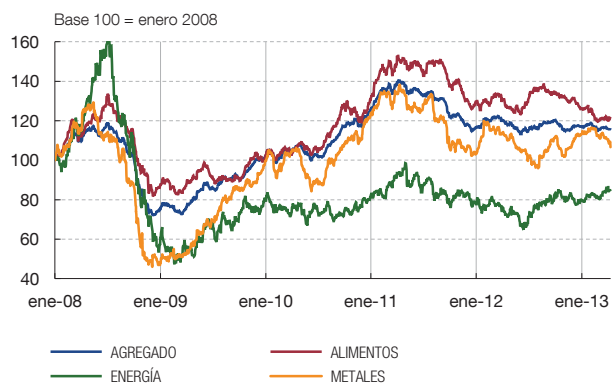
- a Agregado de las siete principales economías.
- b Agregado de Argentina, Brasil, México, Chile, Colombia y Venezuela.
- c Agregado de las siete principales economías, más Uruguay.

comercial y la de servicios, ya que la balanza de rentas, aunque deficitaria en prácticamente todos los países, se ha estabilizado en el último año. En todos los países la inversión extranjera directa sigue financiando ampliamente el déficit corriente.

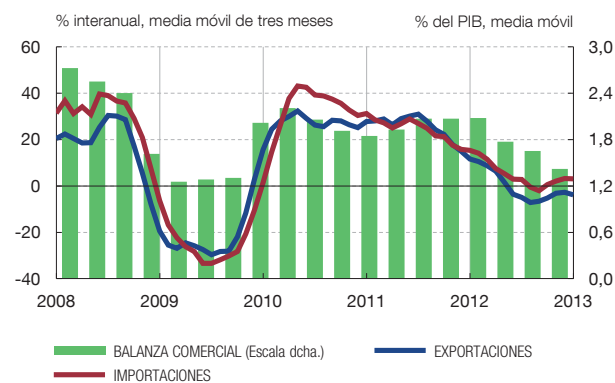
Precios y políticas económicas

Los cinco países con objetivos de inflación cumplieron sus objetivos en 2012 (véase cuadro 2). No obstante, la evolución de los precios de consumo fue diferente. En México, Colombia, Perú y Chile, la inflación tendió a moderarse de forma particularmente notable en los últimos meses del año (véase gráfico 9), sin que se materializaran los riesgos potenciales derivados de la pujanza de la demanda interna o de la estrechez del mercado de trabajo. Más bien al contrario, el buen comportamiento de la inflación en un contexto de elevado crecimiento atestigua la credibilidad de las políticas macroeconómicas, aunque en su evolución haya podido influir también la fortaleza reciente de los tipos de cambio, junto con algunos factores de naturaleza transitoria, que podrían dar lugar a un cierto repunte en los próximos meses. En cambio, en Brasil la inflación tendió a repuntar gradual, pero ininterrumpidamente, desde el verano, como consecuencia del aumento de los precios de los alimentos y también de los servicios, y a pesar de la atonía económica. Así, tras alcanzar un mínimo del 5 % en junio, la inflación se situó en el 5,8 % en diciembre y en el 6,6 % en marzo, algo por encima del límite superior de la banda de objetivos del banco central (6,5 %).

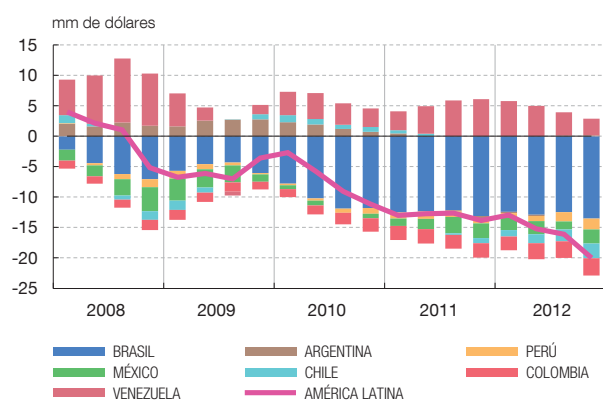
PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS
Índices



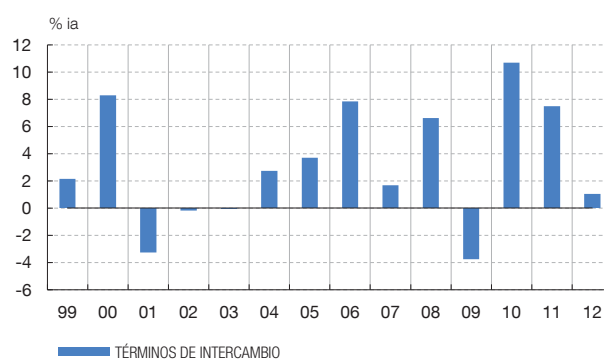
EXPORTACIONES E IMPORTACIONES (a)
Tasa interanual. Media móvil trimestral. Porcentaje del PIB



BALANZA POR CUENTA CORRIENTE (b)



TÉRMINOS DE INTERCAMBIO (c)



FUENTES: Estadísticas nacionales, bancos centrales y Banco de España.

- a Datos de aduanas en dólares, agregado de las siete principales economías.
b Media móvil de cuatro trimestres.
c Datos y estimaciones de IIF.

INFLACIÓN

Tasas de variación interanual

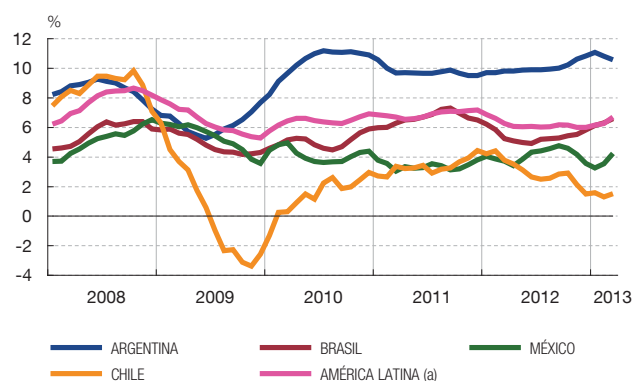
CUADRO 2

País	Objetivo	2012		2013		2014
		Diciembre	Cumplimiento	Marzo	Expectativas (a)	Expectativas (a)
Brasil	4,5 ± 2	5,8	Sí	6,6	5,6	5,5
México	3 ± 1	3,6	Sí	4,3	3,7	3,8
Chile	3 ± 1	1,5	Sí	1,5	3,1	3,1
Colombia	3 ± 1	2,4	Sí	1,9	2,8	3,2
Perú	2 ± 1	2,6	Sí	2,6	2,7	2,6

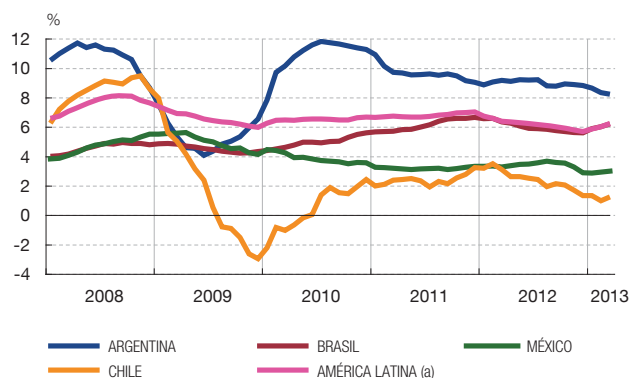
FUENTES: Estadísticas nacionales y *Consensus Forecasts*.

- a *Consensus Forecasts* de marzo de 2013 para final de año.

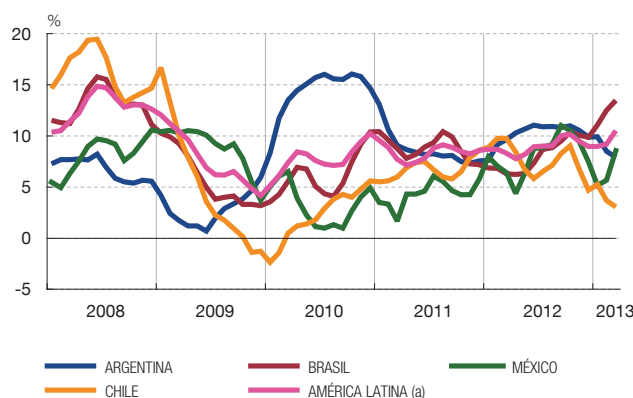
TASA DE INFLACIÓN



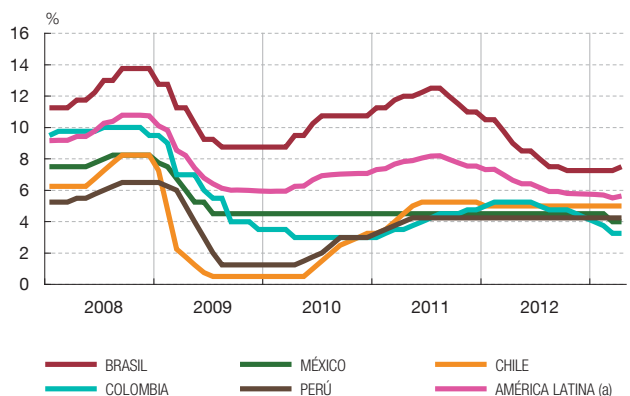
TASA DE INFLACIÓN SUBYACENTE



TASA DE INFLACIÓN DE ALIMENTOS



TIPOS DE INTERÉS OFICIALES



FUENTES: Estadísticas nacionales y Banco de España.

a Agregado de las siete principales economías.

Por su parte, en Argentina y Venezuela la dinámica de los precios siguió un curso aparte. En el primer país, la inflación alcanzó el 11,1 % interanual en enero, según la cifra oficial, y por encima del 26 %, según las estimaciones privadas, moderándose levemente hasta marzo. En el segundo, la moderación relativa que se observó a finales del pasado año, hasta tasas del 18,2 % interanual, como consecuencia de la contención de los precios subvencionados y regulados, se ha visto interrumpida a comienzos de 2013 por la devaluación del bolívar, que propició un repunte de la inflación, hasta alcanzar el 24,2 % en marzo.

En los países con objetivos de inflación el tono de la política monetaria difirió. Tanto en Chile como en Perú los tipos de interés oficiales se mantuvieron estables en el 5 % y el 4,25 %, respectivamente. En Colombia, en cambio, la desaceleración de la actividad en el segundo semestre del año permitió intensificar el ciclo de bajadas del tipo oficial, hasta el 3,25 % —un recorte acumulado de 200 pb desde el máximo de comienzos de 2012—, en un contexto de apreciación del tipo de cambio. México también recortó el tipo oficial en marzo en 50 pb, hasta el 4 %, tras haber permanecido inalterado desde julio de 2009. El Banco de México justificó este movimiento como respuesta a un cambio estructural en la evolución de la inflación (3,6 % en diciembre) y no como el inicio de un ciclo de descensos. Es posible que la reciente apreciación del peso mexicano, en un entorno de creciente presión por el lado de los

flujos de cartera, haya contribuido también a explicar esta decisión, en un contexto de contención de los costes salariales y anclaje de las expectativas de inflación.

Por último, el Banco Central de Brasil recortó el tipo oficial por última vez en octubre, situándolo en el 7,25 %, completando un ciclo de descensos de 525 pb en poco más de un año. Entre noviembre y diciembre se adoptaron, además, una serie de medidas dirigidas a liberar liquidez de los coeficientes de reserva. Sin embargo, la evolución de la inflación en los últimos meses llevó a los mercados a anticipar un cambio de ciclo, con el fin de evitar que puedan desanclarse las expectativas de inflación de largo plazo, que han repuntado hasta el 5,6 %, un punto por encima del objetivo central. En este sentido, al cierre de este informe el banco central subía el tipo de interés oficial en 25 pb, hasta el 7,50 %.

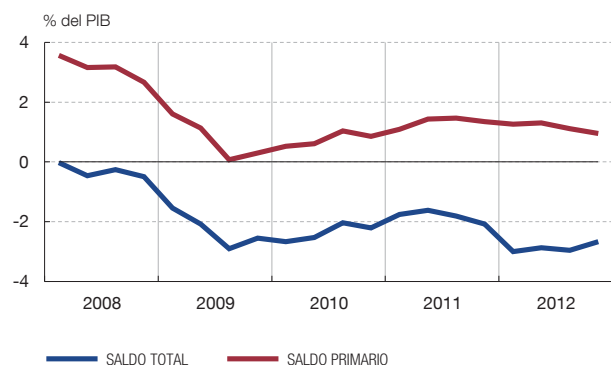
Es destacable que los tipos de interés oficiales en Brasil, México y Colombia se hayan situado, en marzo de 2013, en niveles muy cercanos o incluso inferiores a los mínimos alcanzados en 2009, tras la crisis, mientras que en Perú y en Chile son considerablemente más altos. De hecho, tomando el tipo de interés oficial real *ex-post* como un indicador del tono de la política monetaria, Brasil es el país que mantiene una orientación comparativamente más laxa, mucho más que en 2009, mientras que el tono es relativamente más restrictivo en Chile y Perú. Además, en este último caso habría que añadir el importante aumento de los coeficientes de reserva durante el último año.

En el ámbito de la política fiscal, también se produjeron importantes divergencias por países. En el promedio regional, el superávit primario se mantuvo en el 1 % del PIB, pero el déficit total aumentó hasta el 2,3 %, como consecuencia de su evolución en Argentina y Venezuela (véase gráfico 10). En México, Chile, Perú y Colombia, la política fiscal adoptó un tono neutral en 2012, cumpliéndose los objetivos de déficit en todos ellos. En Brasil, el superávit primario se situó en el 3,1 % previsto, pero solo con la exención de ciertas inversiones. En Argentina la desaceleración de la actividad y la ausencia de ajuste en el gasto tras las elecciones se tradujeron en un déficit primario del 0,4 %, el primero desde 1996, que hubiera sido mayor sin las transferencias del banco central y de la administradora de pensiones, mientras que en Venezuela, con la celebración de elecciones a finales del pasado año, el déficit público alcanzó niveles muy elevados. A escala regional, los ingresos continuaron aumentando a ritmos superiores a los gastos y las ratios de deuda sobre el PIB siguieron bajando, aunque existe cierta preocupación por la dependencia —directa o indirecta— de estos ingresos respecto de los precios de las materias primas.

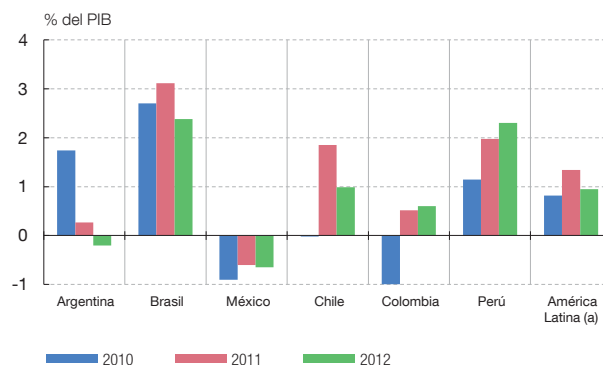
Comercio y reformas estructurales

En el ámbito de los procesos de integración comercial, Chile, Colombia, Perú y México formaron la Alianza del Pacífico, una nueva asociación comercial que pretende eliminar de forma progresiva los aranceles para más del 90 % de los productos intercambiados entre ellos a partir del 31 de marzo de 2013. Por su parte, se ratificaron o pusieron en funcionamiento los acuerdos de libre comercio de Estados Unidos y Canadá con Panamá, y de la Unión Europea con Perú y Colombia; también con países de Asia integrados en las cadenas de producción globales (Chile con Tailandia, Costa Rica con Singapur, Colombia con Corea del Sur). En el seno del MERCOSUR, por el contrario, se consolidaron las tendencias proteccionistas observadas anteriormente. Argentina elevó los aranceles para más de 100 productos de fuera del bloque —medida que ya había tomado Brasil en meses precedentes—, si bien redujo simultáneamente las trabas a las importaciones que habían tenido mayor incidencia en el comercio exterior a comienzos de 2012, como las licencias no automáticas de importación. La apertura del bloque y su participación en el comercio global podrían verse seriamente comprometidas por el final de las preferencias arancelarias otorgadas por la Unión Europea a Argentina, Brasil, Uruguay y Venezuela, a principios de

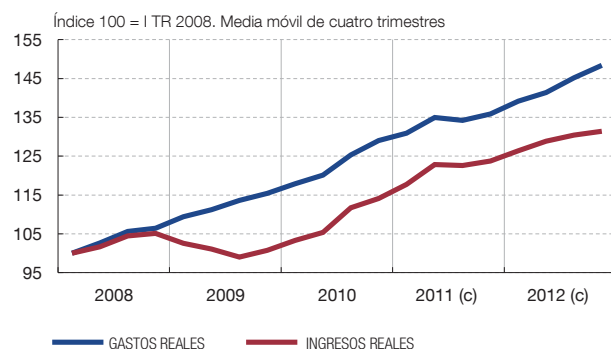
SUPERÁVIT (+) O DÉFICIT (-) PRESUPUESTARIO EN AMÉRICA LATINA (a)



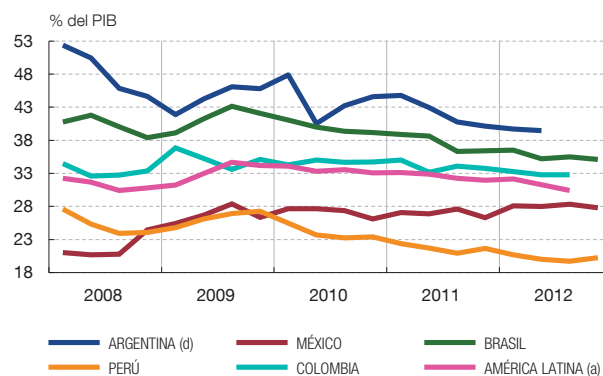
SALDO PRIMARIO



INGRESOS Y GASTOS PRIMARIOS REALES EN AMÉRICA LATINA (a) (b)
Índice



DEUDA PÚBLICA



FUENTES: Fondo Monetario Internacional y estadísticas nacionales.

a Siete mayores economías.

b Deflactado por el IPC.

c Agregado sin Venezuela.

d Excluida la deuda no presentada al canje en 2005 y 2010.

2014, y por la falta de avance en las negociaciones con la Unión Europea, paralizadas desde 2011, sobre todo si se confirma la firma de un acuerdo de libre comercio entre Estados Unidos y la Unión Europea.

En el terreno de las reformas estructurales, los mayores avances se observaron en México. Así, tras la aprobación de una reforma laboral que incluye nuevas modalidades de contratación para reducir la informalidad —y que podría elevar el PIB potencial, según algunas estimaciones, entre 0,25 pp y 0,5 pp en el horizonte de los próximos cinco años—, el nuevo Ejecutivo firmó con los tres grandes partidos con representación parlamentaria el denominado «Pacto por México», un amplio catálogo de medidas que permitiría impulsar cambios legislativos en la línea de las recomendaciones de los organismos multilaterales para aumentar el PIB potencial, que se detallan en la sección dedicada a México.

En Colombia, por otro lado, se aprobó una reforma tributaria con el objetivo de reducir la informalidad del mercado de trabajo, para lo cual se reducen los impuestos empresariales a la contratación, se exime a los sueldos bajos del pago del impuesto sobre la renta, se simplifica el IVA y se recorta la imposición a la inversión de cartera extranjera. En sentido

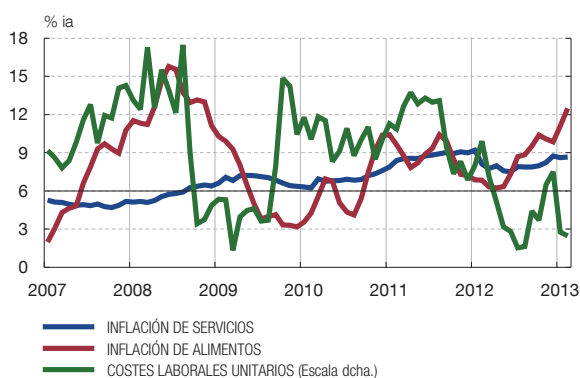
contrario, en Argentina se aprobaron leyes que elevan el intervencionismo del sector público en los mercados de capitales y las compañías de seguros, y el Gobierno boliviano decretó la expropiación de la concesionaria de los aeropuertos, filial del grupo español Abertis, y de dos transportadoras de electricidad pertenecientes a Iberdrola.

Evolución económica por países

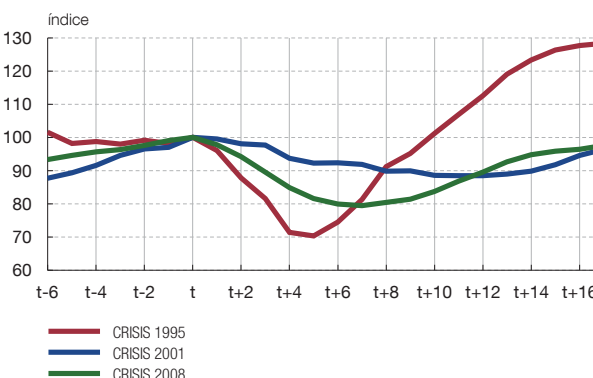
BRASIL

El crecimiento continuó siendo menor de lo esperado en la segunda mitad de 2012 (0,4 % y 0,6 %, en tasa trimestral en el tercer y cuarto trimestres), mostrando una recuperación muy lenta, pese a los continuos estímulos de política económica. En términos interanuales, el crecimiento en el cuarto trimestre repuntó hasta el 1,4 %, pero en el conjunto de 2012 se situó en el 0,9 %. Por componentes de demanda, la recuperación adolece de cierto desequilibrio, al estar basada en el crecimiento del consumo, con una inversión muy débil. De hecho, el consumo privado fue acelerándose en el transcurso del año (hasta una tasa interanual del 3,9 % en el cuarto trimestre), apoyado por la fortaleza del mercado de trabajo, donde la tasa de desempleo se situó en torno al 5,5 % (cinco décimas por debajo del nivel de 2011) y los salarios reales crecieron nuevamente por encima del 3 %. En cambio, el crecimiento del crédito al consumo se moderó y los indicadores de confianza del consumidor se situaron en el mínimo de los últimos cinco meses. El consumo público aumentó también su ritmo de expansión. Sin embargo, la formación bruta de capital continuó lastrando la recuperación, al no mostrar signos de mejoría (–4,5 % interanual en el cuarto trimestre y –4,0 % en 2012). Entre las posibles explicaciones para este comportamiento, cuyo peso relativo es difícil de valorar, se ha aludido al efecto de la apreciación del tipo de cambio del real brasileño sobre el sector manufacturero en los años previos, al auge que la inversión experimentó a la salida de la crisis (con un crecimiento superior al 22 % en 2010), al tensionamiento de la política monetaria entre 2010 y 2011, problemas estructurales de diversa índole —incluidos cuellos de botella importantes en las infraestructuras—, o a la percepción de un mayor intervencionismo en la economía, con un coste en términos de las expectativas empresariales. Como consecuencia de todo ello, el crecimiento ha seguido siendo inesperadamente bajo en Brasil, a pesar del estímulo monetario y fiscal. Por su parte, la demanda externa contribuyó positivamente al crecimiento en el segundo semestre, principalmente por la moderación de las importaciones, aunque en el conjunto del año su aportación fue nula. La inflación sorprendió al alza en el segundo semestre de 2012 y los primeros meses de 2013, situándose en marzo en el 6,6 % interanual, por encima del límite superior de la banda de objetivos del banco central. Las presiones en los precios al consumo han estado relacionadas con un encarecimiento de los alimentos, que podría ser transitorio, pero también el de los servicios (véase gráfico 11). En este contexto, la política monetaria se enfrenta a una situación complicada por la elevada inflación y el bajo crecimiento, de modo que su endurecimiento podría debilitar aún más el componente más frágil de la demanda —la inversión—, o, alternatively, su relajación podría aumentar los riesgos inflacionistas. Como resultado, el tipo de interés oficial se mantuvo estable desde octubre en el 7,25 % (mínimo histórico), tras el intenso estímulo monetario introducido desde mediados de 2011 hasta mediados de abril, cuando subió 25 pb. Por su parte, el tipo de cambio tendió a depreciarse hasta finales de 2012, si bien se apreció posteriormente, influido por las intervenciones del banco central y la expectativa de aumento de los tipos de interés oficiales. La menor presión cambiaria de los últimos meses permitió relajar buena parte de los controles de capital introducidos con anterioridad y aminorar la acumulación de reservas. Por su parte, el crecimiento del crédito interno al sector privado ha tendido a desacelerarse, si bien el crédito «dirigido» se mantuvo en tasas de avance muy elevadas y representa ya el 41 % del crédito total. Por otro lado, el déficit por cuenta corriente aumentó hasta los 54 mm de dólares en 2012 (2,4 % del PIB), ante el menor superávit de bienes y los crecientes déficits por servicios, aunque los flujos netos de inversión directa (2,9 % del PIB en 2012) financian el déficit externo. En el ámbito

BRASIL. INFLACIÓN Y COSTES LABORALES UNITARIOS



MÉXICO: INVERSIÓN PRIVADA



FUENTE: Datastream.

fiscal, se cumplió el objetivo de superávit primario (3,1 % del PIB), aunque, si se incluyeran los proyectos de inversión pública exentos en este objetivo, el superávit sería de un 2,4 %. El déficit público se situó en un 2,5 % del PIB, una décima menos que en 2011, gracias al descenso en el pago de intereses del sector público. Los presupuestos para 2013 mantienen el objetivo de superávit primario en el 3,1 %, pero permiten que pueda excluirse de ese objetivo hasta un 0,4 % del PIB de desgravaciones fiscales adicionales a los proyectos de inversión. En este sentido, la prolongada atonía de la economía ha inducido un renovado activismo de la política fiscal y algunas medidas de oferta en los últimos meses, que incluyen rebajas fiscales a empresas, ayudas al sector de la automoción, reducción de los costes de financiación del BNDES y promoción del crédito dirigido, y ayudas a la exportación; aunque también algunas medidas que se han considerado de corte más intervencionista; entre ellas, un recorte en las tarifas eléctricas con el fin de reducir la presión sobre los precios al consumo, ventajas fiscales a algunos sectores, o en marzo de 2013 una reducción impositiva de los principales bienes de la cesta de consumo. Los indicadores de actividad recientes apuntan a cierta reactivación de la economía. Sin embargo, dado que no existe un diagnóstico preciso sobre las causas últimas de la debilidad de la inversión, la eficacia de las políticas macroeconómicas aplicadas es incierta.

MÉXICO

La economía registró en 2012 un crecimiento del 3,9 %, similar al de 2011, pese a cierta desaceleración durante el segundo semestre, como consecuencia de la evolución de las manufacturas y la construcción. En cualquier caso, por el lado de la demanda, la inversión fue el componente más dinámico en el conjunto del año, con un crecimiento del 5,9 %, algo menor que el de 2011. El consumo privado registró un crecimiento anual del 3,3 %, lastrado en la segunda mitad del año por un menor crecimiento del crédito al consumo (14 % real, frente al 17 % en los primeros meses del año), una reducción de las remesas medidas tanto en pesos como en dólares y un mercado laboral que, aunque ha mostrado mejoría, presenta aún rasgos de vulnerabilidad derivados de la crisis (tasa de desempleo en torno al 5 %, 1,5 pp por encima de la de 2008). Las exportaciones crecieron a una tasa anual del 4,6 %, entre las más elevadas de la región, aunque se resintieron en el tercer trimestre como consecuencia del deterioro del entorno exterior. Las importaciones crecieron a ritmos superiores en el cuarto trimestre, lo que hizo que la contribución de la demanda externa pasara a ser moderadamente negativa a finales de año (0,2 pp). Los datos de alta frecuencia apuntan al mantenimiento de ritmos de crecimiento similares a los del cuarto trimestre, con un mayor dinamismo del consumo y algo menor de la inversión. La inflación, tras alcanzar en septiembre un 4,8 % interanual, como consecuencia

de un *shock* de oferta en los precios de los alimentos, comenzó a moderarse, hasta situarse en el 3,6 % en diciembre, dentro de la banda objetivo del banco central, nivel en el que se mantuvo hasta febrero, para repuntar de nuevo al 4,3 % en marzo por el precio de los alimentos. La tasa subyacente también se redujo, hasta alcanzar un mínimo histórico del 2,9 % en enero de 2013, y las expectativas de inflación permanecieron ancladas alrededor del 3,5 %. En este contexto, el banco central redujo en marzo, por primera vez desde 2009, el tipo de interés oficial en 50 pb (hasta el 4 %), señalando que no se trata del inicio de un ciclo bajista, sino de un movimiento de una vez para facilitar el ajuste de la economía al cambio estructural ocurrido en el comportamiento de la inflación. Además, las cuentas públicas se mantuvieron relativamente saneadas (déficit del 0,5 % del PIB, excluida la inversión de PEMEX, cifra similar a la del año previo, derivada de un aumento de los gastos ligeramente por encima del de los ingresos, por el coste financiero de la deuda) y el presupuesto aprobado para 2013 contempla una reducción del déficit (equilibrio presupuestario y déficit del 2 %, incluyendo la inversión de PEMEX), lo que configura una política fiscal de carácter restrictivo en el presente año. Finalmente, la fuerte apreciación del peso (8 % en 2012), consecuencia de unas entradas de capitales en máximos históricos, que también habrían provocado el incremento de las reservas internacionales en más de 20 mm de dólares en 2012, puede también contribuir a explicar dicho movimiento. En este sentido, la firma por parte de la nueva administración de un pacto de amplio alcance con las principales fuerzas parlamentarias, que está impulsando en la primera parte de la legislatura el avance de las reformas estructurales, podría mejorar las expectativas sobre la capacidad de crecimiento potencial del país (véase gráfico 11), e indirectamente contribuir a aumentar la presión a la apreciación del tipo de cambio. Entre las reformas previstas destacarían el acceso universal a los servicios de salud, la ampliación de la cobertura de las pensiones, el establecimiento de un seguro de desempleo o la mejora de la calidad de la educación. En el sector energético, el objetivo es aumentar la capacidad de producción y la eficiencia de PEMEX, aunque no se ha definido aún cómo alcanzarlo. Se señala, no obstante, que PEMEX permanecerá en manos del Estado, si bien se le dotará de la capacidad de competir en la industria modificando sus reglas de gestión corporativa, y se tratará de maximizar la renta petrolera que recibe el Estado. En el ámbito de la reforma tributaria, la intención es ampliar la base de los contribuyentes, revisar el diseño de las figuras impositivas (y no solamente el IVA) y eliminar privilegios fiscales, evitando que los subsidios beneficien a las rentas más elevadas. De hecho, en un corto período de gobierno, el Ejecutivo ha aprobado o enviado al Parlamento una reforma del sistema educativo, otra del sector de las telecomunicaciones (que elevaría la competencia en el sector, al establecer sanciones más duras para las prácticas monopolísticas y abrirlo a la inversión extranjera), una ley para limitar el endeudamiento de los Estados (que prohíbe a estos endeudarse salvo para financiar proyectos de inversión), un plan de promoción de viviendas (según el cual la Sociedad Hipotecaria Federal garantizará hasta el 30 % de los créditos otorgados para la construcción de viviendas, frente a un 6 % que se cubría anteriormente) y una ampliación del crédito a las pequeñas y medianas empresas utilizando garantías estatales. Además, el congreso del partido gobernante eliminó las restricciones impuestas a sus parlamentarios para votar cambios en el IVA o la estructura de PEMEX, lo que, junto con la manifiesta voluntad del Ejecutivo por acelerar las reformas en la primera parte de la legislatura, contrasta con períodos de transición anteriores.

ARGENTINA

La actividad mostró una fuerte moderación en 2012, pese a cierto rebote en la segunda mitad del año. Así, el crecimiento trimestral fue del 1,3 % en el cuarto trimestre y del 0,6 % en el tercero, tras una caída del 0,9 % en el segundo. El crecimiento medio en 2012 se situó en apenas un 1,9 %, en claro contraste con el 8,9 % de 2011, como resultado de

ARGENTINA: RESERVAS INTERNACIONALES



CHILE: INFLACIÓN DE BIENES TRANSABLES Y NO TRANSABLES



FUENTES: Banco Central de Argentina, Banco Central de Chile y Reuters.

la imposición de una serie de restricciones a las importaciones y controles de capital, además de algunos factores exógenos (malas cosechas y débil demanda externa, en particular de la procedente de Brasil). Dichas medidas, establecidas con el objetivo de reducir la demanda de dólares y aumentar su oferta en un contexto de fuga de capitales, fueron efectivas, pero se mostraron muy perjudiciales para el crecimiento, especialmente las restricciones a la importación, que provocaron una abrupta caída de la inversión bruta (-4,9 % interanual en el conjunto del año). De hecho, parte de la recuperación del pulso económico a finales de año —en particular, en la inversión— se debe a la relajación de las restricciones a la importación. Al mismo tiempo, el Gobierno ha aumentado el crédito dirigido hacia la inversión productiva. En cualquier caso, el consumo privado se mantuvo como el principal motor de la economía, con el apoyo del mercado de trabajo (la tasa de paro en el cuarto trimestre se situó en el 6,9 %, dos décimas más que un año antes), aunque creció más lentamente que en años previos, afectado por la elevada inflación y cierta moderación salarial. El ajuste forzoso de las importaciones hizo que la aportación de la demanda externa dejara de ser negativa, pese a una fuerte caída de las exportaciones, del 6,6 % en el conjunto del año. Igualmente, tras las medidas, la cuenta corriente recuperó un superávit del 0,1 % del PIB, al aumentar un 26,7 % el superávit comercial. No obstante, el deterioro de las cuentas fiscales se agravó, registrándose un déficit primario en torno al 0,2 % del PIB, frente al superávit del 0,3 % de 2011. Este déficit, que hubiera sido notablemente mayor sin los recursos del banco central y la administradora de pensiones, se viene financiado con una creciente emisión monetaria, habiendo aumentado la base monetaria un 40 %, lo que contribuye a explicar la aceleración de la inflación pese a la caída de la actividad. Así, tras alcanzar la inflación en enero de 2013 un 11,1 % (estimaciones privadas, cerca del 27 %), el Gobierno acordó una congelación de precios en los principales establecimientos de venta de productos de consumo hasta junio. La política cambiaria, que ha permitido un mayor ritmo de devaluación del tipo oficial (en torno al 18 % anualizado), y la creciente importancia de los mercados paralelos (donde la prima frente al tipo de cambio oficial se sitúa en torno al 70 %) contribuyen también a validar mayores presiones inflacionistas. El ritmo de expansión a comienzos de 2013 parece estabilizarse, aunque sin recuperar tasas altas. Entre los factores que deberían apoyar cierta recuperación están una mejor cosecha y menores vencimientos de deuda, una menor atonía de Brasil y una política fiscal previsiblemente expansiva hasta las elecciones legislativas de octubre. Sin embargo, las medidas heterodoxas continúan aumentando las distorsiones de la economía, que se plasman no solo en el fuerte deterioro del tipo de cambio paralelo (véase gráfico 12), sino también en una intensa salida de depósitos en dólares y en un aumento de las necesidades de financiación del

Estado. Por otro lado, la «pesificación» de la deuda emitida en dólares por las provincias, obligada por los controles de capital, o la «declaración de censura» emitida por el FMI contra Argentina por la falta de progreso en la adecuación de sus estadísticas muestran algunos de los efectos del modelo actual. Sin embargo, la mayor incertidumbre se corresponde con el actual litigio en las cortes de Nueva York, que podría acabar en una suspensión de pagos, en caso de que se ratifique una sentencia que obliga a Argentina a pagar también a los *holdouts* resultantes de los canjes de 2005 y 2010. Ante esta eventualidad, las principales agencias han reducido la calificación de los bonos argentinos emitidos bajo ley extranjera.

CHILE

La actividad mantuvo durante todo 2012 un elevado dinamismo, superior al esperado. Así, en el cuarto trimestre se registró una tasa de crecimiento del 1,5 % trimestral, 5,7 % interanual, que situó el crecimiento anual en un 5,6 %, frente al 5,9 % de 2011. Pese a la desaceleración externa, tanto la confianza de consumidores como la de empresarios se han mantenido en niveles muy altos, registrando un comportamiento diferente al de 2009, cuando se vieron muy afectadas por la crisis global. En este contexto, la demanda interna ha continuado expandiéndose muy por encima del crecimiento del PIB, e incluso se hubiera acelerado en el cuarto trimestre de no ser por el comportamiento de la variación de existencias. Así, el consumo privado creció un 7,3 % interanual en el cuarto trimestre (6,1 % en el total del año), impulsado por el buen comportamiento del mercado laboral; el consumo público aumentó un 7,2 %, y la inversión se expandió un 18,1 % (12,3 % en el año), con gran dinamismo tanto del componente de maquinaria y equipo como de la construcción. La aportación negativa de la demanda externa al crecimiento se redujo respecto al año previo (–1,7 pp en 2012, frente a –3,8 pp en 2011), si bien tendió a aumentar a lo largo del año ante una recuperación mayor de las importaciones que de las exportaciones. La atonía de la demanda externa y una caída de los términos de intercambio del 10 % hicieron que el superávit comercial fuera en 2012 un 61 % menor que el de un año antes, lo que llevó a que se ampliara el déficit por cuenta corriente hasta un 3,5 % del PIB. Este déficit es financiado ampliamente con inversión extranjera directa, que se situó en tasas récord, alcanzando el 10,6 % del PIB. Los indicadores de alta frecuencia relativos a los primeros meses de 2013 evidencian una dicotomía entre la demanda, que mantiene una elevada solidez, y la oferta, más débil. La inflación también ha sorprendido favorablemente, al mostrar una marcada evolución a la baja, situándose en marzo en el 1,5 % (y la subyacente en torno al 1 %), por debajo del límite inferior del rango objetivo, aunque con algún componente temporal en este descenso. Además, las expectativas de inflación permanecen ancladas en el 3 %. De todas formas, el marcado contraste entre la inflación de bienes comerciables y no comerciables (estos creciendo cerca del 4 %) (véase gráfico 12) muestra que se mantienen algunas presiones por la estrechez del mercado de trabajo (tasa de paro en el entorno del 6 % y crecimiento de los salarios reales por encima del 3 %) y que la moderación observada ha estado en parte influida por la apreciación del peso (8,4 % contra el dólar en el conjunto de 2012, y algo menor en los últimos meses). En este contexto, el banco central mantiene el tipo de interés oficial en el 5 % desde enero del año pasado, pero podría, en su caso, aplicar alguna medida de carácter macroprudencial. Por su parte, el crédito bancario ha mantenido una expansión del 11 % en términos reales. En el plano fiscal, el superávit se redujo desde el 1,5 % del PIB en 2011 hasta el 0,6 % del PIB en 2012 (déficit estructural del 0,6 %, mejor que el objetivo), lo que ha permitido al Gobierno inyectar 2 mm de dólares al Fondo de Estabilización Económica y Social y al Fondo de Reserva de Pensiones (que acumulan 22,9 mm de dólares), una cantidad superior a los recursos antes de la crisis financiera del 2008. Una agencia mejoró la clasificación de riesgo de la deuda soberana de Chile en un escalón, hasta AA–.

COLOMBIA

El PIB creció un 4 % en 2012, una moderación importante respecto al registro de 2011, que a su vez fue revisado al alza en siete décimas, hasta el 6,6 %, como consecuencia de

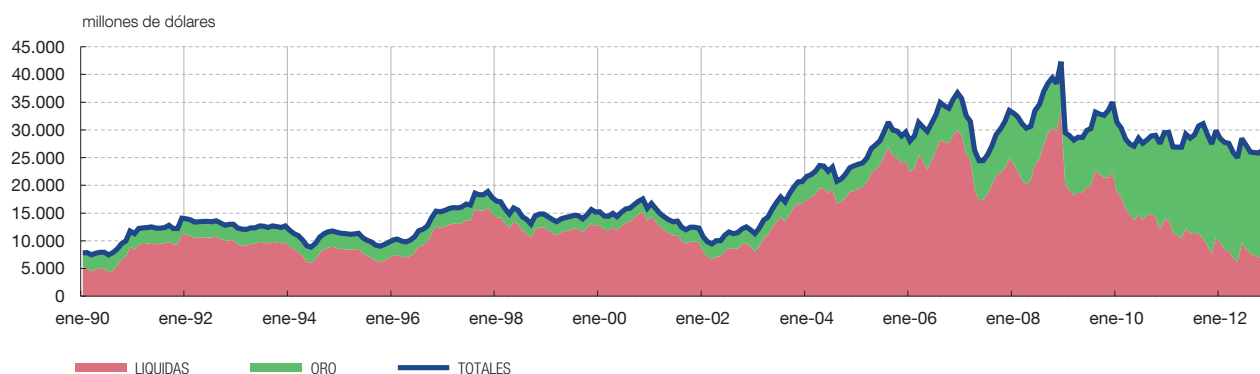
PERÚ: VOLATILIDAD DEL TIPO DE CAMBIO Y COMPRAS DE RESERVAS DEL BANCO CENTRAL



COLOMBIA: COMPRA DE RESERVAS Y TIPO DE CAMBIO



VENEZUELA: RESERVAS INTERNACIONALES



FUENTE: Fuentes nacionales.

un mejor comportamiento de la formación bruta de capital y de las exportaciones. La ralentización del crecimiento, más acusada en la segunda mitad del año, fue debida en gran medida a la inversión, aquejada por algunos problemas específicos en el ámbito de la construcción, y por un menor crecimiento en el sector de la minería. Esta evolución, junto con la fortaleza mostrada por el tipo de cambio, permite explicar el ciclo de descenso de los tipos de interés oficiales iniciado por el banco central en julio (200 pb en total, la última bajada de 50 pb en marzo), en un contexto de moderación de la inflación, que se situó en el 1,9 % en marzo, por debajo del objetivo de inflación del banco central. Las cuentas fiscales continuaron en una senda de consolidación gradual. Así, el déficit del Gobierno Central se redujo en 2012 hasta un 1,9 % del PIB (frente al 2 % de 2011). En las cuentas exteriores, además de la caída del volumen exportado, destaca el mantenimiento de una fuerte entrada de inversión directa. Para hacer frente a las presiones apreciatorias sobre el peso, el banco central amplió el programa de acumulación de reservas, hasta 30 millones diarios (véase gráfico 13), y anunció que lo prolongaría hasta mayo. Como resultado, las reservas internacionales de divisas se han situado en 38,5 mm de dólares (5 mm más que en 2011). Por otra parte, el Gobierno adoptó diversas medidas para reducir la presión sobre el tipo de cambio (mantenimiento en dólares de recursos del Estado como los dividendos de la empresa pública Ecopetrol y de emisiones de deuda en dólares realizadas). Por último, cabe destacar que el Gobierno aprobó en enero un reforma tributaria, principalmente con el fin de aumentar la equidad del sistema tributario y de reducir la informalidad del mercado laboral.

PERÚ

El crecimiento se mantuvo robusto, con una expansión interanual del PIB del 5,9 % en el cuarto trimestre y del 6,3 % en el conjunto del año (6,9 % en 2011), aunque mostró cierta desaceleración a lo largo del ejercicio. El crecimiento se apoyó en la inversión (14,9 % en el conjunto del año) y en el consumo público (10,6 %). Por su parte, el consumo privado mantuvo un crecimiento en el conjunto de 2012 del 5,8 %, la misma cifra que en el cuarto trimestre. En cambio, la aportación de la demanda externa se volvió más negativa como resultado del aumento de las importaciones y la moderación de las exportaciones, especialmente las mineras (afectadas por problemas de oferta). Los indicadores de alta frecuencia apuntan a que durante los primeros meses de 2013 se mantiene el dinamismo de la actividad, con un fuerte consumo privado apoyado en la confianza del consumidor, el buen momento del mercado de trabajo y las favorables condiciones de financiación, a lo que se une la prevista aceleración del gasto público. El déficit por cuenta corriente aumentó en 2012 hasta el 3,6 % del PIB (1,9 % en 2011), debido a la fuerte reducción del superávit comercial. Este déficit continuó siendo financiado holgadamente por flujos de capitales a largo plazo, que a su vez tendieron a fortalecer la moneda local. El nuevo sol se apreció en torno a un 4 % en 2012, manteniéndose esta tendencia en los primeros meses de 2013. Por su parte, la inflación ha tendido a moderarse en meses recientes, situándose en marzo en el 2,6 %, por la reversión de perturbaciones de oferta previas. Sin embargo, la subyacente se mantiene por encima del rango objetivo (3,3 % en febrero, frente al objetivo del 2 % +/- 1 %), evidenciando algunas presiones de demanda, especialmente por la menor holgura del mercado laboral (tasa de paro en el 6,1 %, mínimo histórico). En este contexto, el banco central mantiene el tipo oficial en el 4,25 % desde mayo de 2011. El ritmo de apreciación de la moneda ha seguido siendo modulado por las intervenciones cambiarias del banco central (véase gráfico 13), complementadas con medidas como la elevación de encajes en moneda nacional y extranjera, con el fin de moderar la entrada de capitales extranjeros de corto plazo y el crecimiento del crédito, sobre todo en dólares. Asimismo, se aumentó el límite de inversión en activos exteriores de las administradoras de fondos hasta el 34 %. Además, en febrero el Gobierno realizó dos emisiones de bonos en el mercado interno con el fin de pagar deuda con multilaterales. Por el lado fiscal, el sector público no financiero alcanzó en el conjunto de 2012 un superávit primario equivalente al 3,2 % del PIB, lo que supone una leve mejoría gracias al mayor incremento de los ingresos corrientes respecto de los gastos.

VENEZUELA

La economía registró una notable expansión en 2012, con un aumento del PIB del 5,6 % (4,2 % en 2011), si bien con una desaceleración en el segundo semestre. Los dos principales rasgos que caracterizaron la expansión fueron el aumento de la inversión (23,3 % anual, principalmente en vivienda, relacionada con el avance del gasto previo a las elecciones) y el del consumo privado. Esta expansión de la demanda interna vino acompañada de un acusado aumento de las importaciones (23,3 % en el año). Por su parte, las exportaciones recuperaron tasas positivas de crecimiento en el segundo semestre. La inflación tendió a moderarse hasta noviembre, situándose en el 18,2 % interanual, gracias a la evolución de los alimentos, los precios regulados y un mayor reparto de divisas para pagar importaciones, si bien el indicador de desabastecimiento alcanzó niveles máximos desde 2008. Sin embargo, los precios de consumo comenzaron a repuntar de nuevo a finales de 2012, y la devaluación del bolívar en enero (un 31,7 %, desde 4,3 a 6,3 bolívars por dólar), tras dos años con el tipo de cambio anclado, ha situado la inflación por encima del 24 % en marzo. En sentido contrario, la devaluación aliviaría el desequilibrio de las cuentas públicas, que se habrían deteriorado fuertemente a lo largo de 2012 al hilo del aumento del gasto público (el último dato oficial muestra un déficit del Gobierno Central del 4,9 % del PIB en 2012, excluyendo la empresa pública de petróleo PDVSA y los diversos fondos). Sin embargo, el desequilibrio no se cerraría solamente con esa medida, de

modo que parece previsible algún tipo de ajuste tras las elecciones de abril. Por el momento, se ha elevado la imposición sobre la exportación de petróleo y se ha creado un nuevo mercado paralelo para la asignación de divisas, con subastas de 200 millones de dólares abiertas a empresas importadoras y cuya liquidación se producirá una vez se compruebe la entrada del bien importado. Además, el banco central señaló que el diferencial entre el tipo de cambio oficial y el tipo de cambio de corte de las subastas se destinará a fondos públicos para promoción de sectores productivos, lo que mejoraría la posición financiera del sector público. A finales de marzo se produjo la primera subasta, pero no se han publicado resultados oficiales del tipo de cambio medio o del tipo de cambio de corte. En el plano externo, el superávit por cuenta corriente fue en 2012 del 4,7 % del PIB, notablemente menor que el 7,7 % de 2011, debido al menor superávit comercial. La utilización de las reservas internacionales para afrontar determinadas inversiones y el fuerte aumento de las importaciones del último semestre han generado que las disponibilidades líquidas (véase gráfico 13) se hayan reducido hasta cubrir tan solo dos meses de importaciones. En este contexto, el Ejecutivo relajó en cierta medida los controles de capitales, permitiendo a los exportadores retener una mayor parte de sus ingresos en dólares, e incluso abrir cuentas en dólares en los bancos nacionales.

17.4.2013.

Este artículo ha sido elaborado por Juan Carlos Casado Cubillas, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

Introducción

Durante el primer trimestre de 2013 se han promulgado nuevas disposiciones de carácter financiero, cuyo número ha sido relativamente reducido en relación con períodos anteriores.

El Banco Central Europeo (BCE) ha promulgado cuatro normas, relativas a: 1) procedimientos de amortización anticipada para determinadas operaciones de financiación del Eurosistema a largo plazo, que ha sido recientemente adoptado por el Banco de España; 2) prolongación temporal de ciertos cambios en la admisibilidad de nuevos activos de garantía en las operaciones de política monetaria; 3) nueva normativa sobre el sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real (TARGET2), y 4) normas sobre la emisión de certificados electrónicos del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC).

Por su parte, el Banco de España ha actualizado ciertas cláusulas generales aplicables a las operaciones de política monetaria para adaptarlas a los cambios realizados en los instrumentos y procedimientos de la política monetaria del Eurosistema.

En el ámbito de las entidades financieras se han publicado tres normas, destinadas a establecer una serie de medidas: 1) para proteger a los titulares de determinados productos de ahorro e inversión y otras medidas de carácter financiero; 2) para regular la inversión de las entidades aseguradoras en valores o derechos mobiliarios emitidos por la Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria (SAREB), y 3) para establecer nuevos supuestos de cálculo de la tasa anual equivalente (TAE) en los contratos de crédito al consumo.

En el campo del mercado de valores se han publicado cuatro disposiciones: 1) las condiciones de emisión de deuda del Estado para el año 2013 y enero de 2014, que son habituales en este período; 2) ciertas modificaciones en la normativa de los creadores de mercado de la deuda del Estado; 3) la actualización de la información que deben proporcionar las sociedades anónimas cotizadas, las cajas de ahorros y otras entidades que emitan valores negociados, y 4) la información que deben comunicar a la CNMV las empresas de servicios de inversión (ESI) y las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (SGIIC).

En el área comunitaria se ha promulgado tres normas de carácter financiero: 1) la autorización a ciertos Estados miembros para instaurar una cooperación reforzada en el ámbito del impuesto sobre las transacciones financieras (ITP); 2) el desarrollo de ciertos aspectos de la normativa relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos (GFIA), y 3) determinados complementos a la normativa relativa a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones.

En el cuadro 1 se detallan los contenidos de este artículo.

Banco Central Europeo: operaciones de financiación y activos de garantía en las operaciones de política monetaria

Se ha publicado la *Orientación BCE/2013/2, de 23 de enero* (DOUE del 5 de febrero), por la que se modifica la *Orientación BCE/2012/18, de 2 de agosto*¹, sobre medidas

¹ Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 2012», *Boletín Económico*, octubre de 2012, Banco de España, pp. 163-167.

1	Introducción
2	Banco Central Europeo: operaciones de financiación y activos de garantía en las operaciones de política monetaria
3	Banco Central Europeo: cambios temporales en los criterios de admisibilidad de los activos de garantía en las operaciones de política monetaria
4	TARGET2: actualización de su normativa
5	Sistema Europeo de Bancos Centrales: marco de una infraestructura de clave pública para la emisión de certificados electrónicos
5.1	Deberes y funciones del banco central nacional proveedor
5.2	Deberes y funciones de los bancos centrales nacionales del Eurosistema
5.3	Deberes y funciones de los bancos centrales nacionales no pertenecientes al Eurosistema
6	Banco de España: modificación de la normativa sobre los instrumentos y procedimientos de la política monetaria del Eurosistema
6.1	Cláusula V: procedimientos aplicables a las operaciones de política monetaria
6.2	Cláusula VI: Activos de garantía
6.3	Cláusula VIII: Efectos derivados de los supuestos de incumplimiento
7	Protección a los titulares de determinados productos de ahorro e inversión y otras medidas de carácter financiero
7.1	Comisión de seguimiento de instrumentos híbridos de capital y deuda subordinada
7.2	Provisión de liquidez a través del Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito
7.3	Contribución especial al Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito
7.4	Modificación de la normativa de reestructuración y resolución de entidades de crédito
7.5	Otras novedades
8	Regulación de la inversión de las entidades aseguradoras en valores o derechos mobiliarios emitidos por la SAREB
9	Contratos de crédito al consumo: nuevos supuestos de cálculo de la TAE
10	Deuda del Estado: condiciones de emisión durante 2013 y enero de 2014
10.1	Letras del Tesoro
10.2	Bonos y obligaciones del Estado
11	Creadores de mercado de la deuda del Estado: modificación de la normativa
12	Informe anual de gobierno corporativo, informe anual sobre remuneraciones y de otros instrumentos de información de las sociedades anónimas cotizadas, de las cajas de ahorros y de otras entidades
12.1	Informe anual de gobierno corporativo
12.2	Informe anual sobre remuneraciones de los consejeros
12.3	Otros instrumentos de información de las sociedades cotizadas y cajas de ahorros
13	Mercado de Valores: obligaciones de comunicación a la CNMV de las empresas de servicios de inversión y de las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva
13.1	Nombramientos y ceses de cargos de administración o dirección
13.2	Composición de la estructura accionarial
13.3	Otros supuestos
14	Unión Europea: cooperación reforzada en el ámbito del impuesto sobre las transacciones financieras

temporales adicionales relativas a las operaciones de financiación del Eurosistema y la admisibilidad de los activos de garantía. También se ha publicado la *Resolución de 5 de marzo de 2013* (BOE del 7), de la Comisión Ejecutiva del Banco de España, sobre medidas adicionales temporales relativas a las operaciones de política monetaria, que modifica la de 11 de diciembre de 1998, por la que se aprueban las cláusulas generales aplicables a las operaciones de política monetaria, para adoptar las novedades de la Orientación antes citada.

15	Gestores de fondos de inversión alternativos: desarrollo de la normativa
15.1	Valoración de los activos gestionados por los GFIA
15.2	Cálculo del apalancamiento de los fondos de inversión alternativos
15.3	Condiciones del ejercicio de la actividad
15.4	Conflictos de intereses
15.5	Sistemas de gestión del riesgo
15.6	Gestión de la liquidez
15.7	Políticas y procedimientos de valoración de los activos del fondo de inversión alternativo
15.8	Delegación de las funciones de los GFIA
15.9	Depositario
15.10	Requisitos de transparencia
15.11	Otras disposiciones
16	Reglamentos comunitarios relativos a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones
16.1	Normas técnicas relativas a los acuerdos de compensación indirecta, a la reducción de riesgo para los contratos de derivados extrabursátiles no compensados por una entidad de contrapartida central, y otras normas
16.2	Normas técnicas sobre la solicitud de inscripción como registro de operaciones
16.3	Normas técnicas sobre la publicación de los datos de los registros de operaciones
16.4	Requisitos de capital de las entidades de contrapartida central
16.5	Normas técnicas sobre los requisitos que deben cumplir las entidades de contrapartida central

La Orientación BCE/2012/18 facultaba al Eurosistema para que las entidades de contrapartida pudieran reducir el importe de determinadas operaciones de financiación a largo plazo, o poner fin a dichas operaciones, antes de su vencimiento (acciones conjuntamente denominadas como «amortización anticipada»). También disponía que las condiciones de dicha amortización se publicaran en la subasta correspondiente o por cualquier otro medio que el Eurosistema estimara adecuado.

Ahora, la Orientación BCE/2013/2 detalla el procedimiento de la amortización anticipada que deben seguir las entidades de contrapartida con la finalidad de que los bancos centrales nacionales (BCN) de la zona del euro apliquen las mismas condiciones.

La posibilidad de proceder a dicha amortización, así como la fecha a partir de la cual las entidades pueden ejercerla, se hará pública en el anuncio de la correspondiente subasta o por cualquier otro medio que se considere apropiado.

Por su parte, las entidades deberán notificar a su banco central nacional (BCN) el importe que desean amortizar y la fecha en la que tengan intención de hacerlo con, al menos, una semana de antelación. En principio, y salvo que se disponga lo contrario, la amortización anticipada podrá tener lugar en cualquier fecha que coincida con la liquidación de una operación principal de financiación, siempre que la entidad lo haya notificado una semana antes de la fecha correspondiente.

Esta notificación tendrá carácter vinculante para la entidad de contrapartida, de modo que, si no se ejecuta dicha amortización en la fecha prevista, podrá ser objeto de las sanciones pecuniarias previstas en la Orientación BCE/2011/14, de 20 de septiembre²,

² Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2011», *Boletín Económico*, enero de 2012, Banco de España, p. 100.

sobre los instrumentos y procedimientos de la política monetaria del Eurosistema, para los incumplimientos relacionados con las subastas, las operaciones bilaterales y el uso de los activos de garantía. Todo ello sin perjuicio del derecho del BCN correspondiente a ejercitar las acciones previstas para supuestos de incumplimiento también establecidos en dicha Orientación.

La Orientación y la Resolución entraron en vigor el 7 de marzo.

**Banco Central Europeo:
cambios temporales
en los criterios
de admisibilidad de los
activos de garantía
en las operaciones
de política monetaria**

Se ha publicado la *Decisión BCE/2012/34, de 19 de diciembre* (DOUE del 18 de enero), sobre cambios temporales en las normas relativas a la admisibilidad de activos de garantía denominados en moneda extranjera.

El Consejo de Gobierno del BCE ha decidido mantener, con carácter temporal, la admisibilidad como activos de garantía en las operaciones de política monetaria del Eurosistema de los instrumentos de renta fija negociables denominados en libras esterlinas, yenes y dólares estadounidenses, con independencia de que sus cupones estén vinculados a un tipo de interés ajeno al euro o a índices de inflación no correspondientes a la zona del euro.

En consecuencia, se suspenden los nuevos criterios de selección de estos instrumentos, introducidos por la Orientación BCE/2012/25, de 26 de noviembre, en el anejo I de la Orientación BCE/2011/14, de 20 de septiembre, sobre los instrumentos y procedimientos de la política monetaria del Eurosistema, que impedía que aquellos activos continuaran siendo admisibles a partir del 3 de enero de 2013³.

La decisión entró en vigor el del 3 de enero.

**TARGET2: actualización
de su normativa**

Se ha publicado la *Orientación BCE/2012/27, de 5 de diciembre* (DOUE del 30 de enero), que actualiza la normativa sobre el sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real (TARGET2), refundiéndola en un nuevo texto legal, a la vez que deroga la Orientación BCE/2007/2, de 26 de abril⁴, y sus modificaciones posteriores.

La Orientación incorpora en el texto determinadas normas que hasta ahora eran internas al Eurosistema; entre ellas, las relacionadas con la tramitación de las reclamaciones y de las pérdidas causadas por el mal funcionamiento técnico de TARGET2, así como las relacionadas con la obligación de los BCN de informar al BCE de toda reclamación presentada por sus participantes, no incluida en el ámbito del sistema de compensación de TARGET2, pero relacionada con su mal funcionamiento técnico.

Por otra parte, establece el intercambio de información en lo relativo a la suspensión o terminación del acceso a las operaciones de política monetaria y sus consecuencias en el acceso al crédito intradía, e incorpora ciertas disposiciones en relación con la inaplicabilidad de las sanciones a los BCN no pertenecientes a la Unión Europea. Finalmente, introduce cambios en el esquema general de precios.

La orientación entró en vigor el 7 de diciembre de 2012 y es aplicable desde el 1 de enero.

³ La Orientación BCE/2012/25 estableció que, en relación con los instrumentos de renta fija, los cupones, además de que no podían dar lugar a un flujo financiero negativo, debían ser uno de los establecidos en esa Orientación.

⁴ Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 2007», *Boletín Económico*, octubre de 2007, Banco de España, pp. 157-159.

Se ha publicado la *Decisión BCE/2013/1, de 11 de enero* (DOUE de 16 de marzo), por la que se establece el marco de una infraestructura de clave pública para el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC).

La decisión establece las líneas generales de esta infraestructura propia del Eurosistema (en adelante, «la ESCB-PKI»), capaz de emitir, gestionar, revocar o renovar todo tipo de certificados electrónicos⁵, tales como certificados personales y técnicos para usuarios del SEBC o ajenos a él.

Únicamente podrán acceder y utilizar las aplicaciones, sistemas, plataformas y servicios electrónicos del SEBC y del Eurosistema los usuarios que hayan sido autenticados mediante un certificado electrónico emitido y gestionado por autoridades certificadoras aceptadas por el SEBC de acuerdo con su marco de aceptación de certificados, incluida la autoridad certificadora de la ESCB-PKI, o por autoridades certificadoras aceptadas por el SEBC a los efectos de TARGET2 y TARGET2 Securities.

La ESCB-PKI se organiza en tres niveles de gobierno: el nivel 1 lo forman el Consejo de Gobierno y el Comité Ejecutivo; el nivel 2, los BCN del Eurosistema, y el nivel 3, el BCN proveedor.

En el nivel 1, el Consejo de Gobierno se encarga de la dirección, administración y control de las actividades y productos necesarios para la creación y gestión de la ESCB-PKI. A su vez, el Consejo de Gobierno delega sus poderes normativos en el Comité Ejecutivo para que adopte las medidas de aplicación de la decisión que sean necesarias para la eficiencia y seguridad de la ESCB-PKI, las modificaciones relativas a sus aspectos técnicos, así como los servicios previstos en los anejos de la norma, una vez obtenido el asesoramiento del Comité de Tecnología Informática (ITC) y, en su caso, del Comité Directivo de Tecnologías de la Información del Eurosistema.

Los BCN del Eurosistema se encargan de las funciones asignadas al nivel 2, dentro del marco general establecido por el Consejo de Gobierno, y tienen competencias relacionadas con los medios técnicos necesarios para implantar en los Estados miembros respectivos la ESCB-PKI.

En el nivel 3, el BCN proveedor es el encargado de crear, poner en marcha y gestionar la infraestructura técnica de la ESCB-PKI. A este respecto, el Consejo de Gobierno ha decidido que sea el Banco de España el BCN proveedor.

Además de su creación y puesta en marcha, el BCN proveedor se encargará del funcionamiento y del mantenimiento de la ESCB-PKI, incluidas las funciones de albergar, operar y gestionar la infraestructura de conformidad con el acuerdo entre el nivel 2 y el nivel 3. Se dotará de la infraestructura organizativa necesaria para crear, emitir y gestionar certificados; garantizará el mantenimiento de dicha infraestructura, y podrá adoptar normas sobre su organización y administración internas. Además, el BCN proveedor actuará como autoridad certificadora⁶ y como autoridad validadora⁷ de la ESCB-PKI.

5 El certificado electrónico es un archivo electrónico, emitido por una autoridad certificadora, que asocia una clave pública a la persona solicitante del certificado, y que se utiliza para todas o algunas de las finalidades contempladas en la norma (en particular, para comprobar los derechos de acceso a las aplicaciones, sistemas, plataformas y servicios electrónicos del SEBC y del Eurosistema).

6 La autoridad certificadora emite, gestiona, revoca y renueva certificados en nombre de los BCN del SEBC o de los BCN del Eurosistema, de acuerdo con el marco de aceptación de certificados del SEBC.

7 La autoridad validadora proporciona validez a los certificados emitidos por la autoridad certificadora de la ESCB-PKI.

Los BCN del Eurosistema que utilicen servicios de la ESCB-PKI actuarán como autoridades de registro para sus solicitantes de certificados, y velarán por que estos acepten y apliquen las condiciones para usuarios que constan en el formulario de solicitud de servicios de la autoridad certificadora de la ESCB-PKI.

Cada BCN del Eurosistema implantará medidas para el acceso seguro por terceros a las aplicaciones, sistemas, plataformas y servicios electrónicos del SEBC y del Eurosistema, mediante la utilización de certificados de la ESCB-PKI.

Si lo autoriza el Consejo de Gobierno, un BCN no perteneciente a la zona del euro podrá igualmente optar por utilizar los servicios de la ESCB-PKI en las mismas condiciones que las aplicables a los BCN del Eurosistema. Los BCN no pertenecientes a la zona del euro podrán actuar como autoridad de registro respecto de sus usuarios internos y de terceros usuarios, y podrán crear, en su caso, el puesto de encargado de registro para desempeñar esta función.

**Banco de España:
modificación de la
normativa sobre los
instrumentos y
procedimientos de la
política monetaria del
Eurosistema**

Se ha publicado la *Resolución de 26 de diciembre de 2012, de la Comisión Ejecutiva del Banco de España* (BOE del 1 de enero), que modifica la de 11 de diciembre de 1998, por la que se aprueban las cláusulas generales aplicables a las operaciones de política monetaria del Banco de España, con el fin de incorporar las novedades de la Orientación BCE/2012/25, de 26 de noviembre⁸, que se detallan a continuación.

**CLÁUSULA V: PROCEDIMIENTOS
APLICABLES A LAS
OPERACIONES DE POLÍTICA
MONETARIA**

La Cláusula V precisa que los activos negociables se admitirán como activos de garantía en las operaciones de mercado abierto y en la facilidad marginal de crédito. Los activos no negociables solo se admitirán como activos de garantía en las operaciones de mercado abierto temporales y en la facilidad marginal de crédito, pero no en las operaciones simples.

Dentro de las operaciones de mercado abierto —y, concretamente, en relación con las subastas—, el BCE se reserva el derecho de adoptar las medidas que estime convenientes para corregir los errores que pueda contener su anuncio, incluidas la cancelación o la suspensión de subastas en curso.

**CLÁUSULA VI: ACTIVOS
DE GARANTÍA**

La Cláusula VI introduce ciertas obligaciones para las entidades de contrapartida que presenten bonos de titulización con vínculos estrechos con el originador de los activos de garantía de dicho bono. Así, deberán informar al Banco de España, con una antelación mínima de un mes, de cualquier modificación prevista⁹ de aquellos que pueda potencialmente afectar a su calidad crediticia. Además, la entidad de contrapartida deberá, en el momento de aportación de la garantía, facilitar información sobre cualquiera de las modificaciones introducidas en los seis meses anteriores. El Banco de España no proporcionará opinión sobre la admisibilidad de los bonos de titulización con carácter previo a una modificación.

Por otro lado, a pesar de su admisibilidad, el Banco de España podrá no aceptar los siguientes activos, tanto negociables como no negociables, para su aportación como

⁸ Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2012», *Boletín Económico*, enero de 2013, Banco de España, pp. 118-121.

⁹ Tales como la alteración del tipo de interés aplicable a los bonos, cambios en el acuerdo de *swap*, cambios en la composición de los préstamos subyacentes no previstos en el correspondiente folleto o cambios en el orden de prelación de pagos.

garantía por las entidades de contrapartida: 1) los instrumentos de deuda cuya fecha de vencimiento sea en un plazo muy breve, y 2) los instrumentos de deuda cuyo flujo de renta (por ejemplo, un pago de cupón) se produzca en un plazo muy breve.

Finalmente, en relación con los valores de renta fija, a partir de la entrada en vigor de la norma el Eurosistema se encargará de definir para cada activo de garantía negociable el precio más representativo que utiliza en el cálculo de su valor de mercado. El valor de un activo negociable se calculará sobre la base del precio más representativo del día hábil anterior a la fecha de valoración. A falta de un precio representativo para un determinado activo, el Eurosistema definirá un precio teórico¹⁰.

CLÁUSULA VIII: EFECTOS DERIVADOS DE LOS SUPUESTOS DE INCUMPLIMIENTO

La Cláusula VIII revisa las penalizaciones pecuniarias en casos de incumplimientos por una entidad de contrapartida en relación con las subastas¹¹, las operaciones bilaterales¹² y el uso de los activos de garantía¹³. Para el cálculo de las penalizaciones, que estaban basadas en la aplicación de un coeficiente fijo, se pasa a otro que varía en función del número de días, con un máximo de siete, en los que la entidad de contrapartida ha realizado tales incumplimientos, estableciendo una penalización mínima de 500 euros.

En relación con los incumplimientos de la entidad de contrapartida sobre los procedimientos de cierre de día o las condiciones de acceso a la facilidad marginal de crédito, se mantienen las actuales penalizaciones pecuniarias¹⁴, pero, a partir de ahora, se establece un mínimo de 500 euros si, una vez realizados los cálculos de aquellas, resultara una cantidad inferior.

La resolución entró en vigor y es aplicable desde el 3 de enero.

Protección a los titulares de determinados productos de ahorro e inversión y otras medidas de carácter financiero

Se ha publicado el *Real Decreto Ley 6/2013, de 22 de marzo* (BOE del 23), de protección a los titulares de determinados productos de ahorro e inversión y otras medidas de carácter financiero.

- 10 Anteriormente, la valoración se realizaba utilizando el precio de mercado del último día hábil anterior, considerándose como tal el precio medio de las contrataciones del día o el precio de cierre, según correspondiera al mercado de que se trate. En caso de no disponer de este precio, se aplicaba la valoración de activos de igual tipo de precios correspondientes al día hábil inmediato anterior.
- 11 Se considerará que la entidad de contrapartida ha incumplido las disposiciones establecidas por el Banco de España en relación con las subastas cuando: 1) no transfiera una cantidad suficiente de activos de garantía o de efectivo para liquidar en las fechas de liquidación; 2) no garantice, hasta la fecha de vencimiento de la operación, el importe adjudicado en una operación de inyección de liquidez, o 3) no transfiera una cantidad de efectivo suficiente para liquidar el importe adjudicado en el caso de operaciones de absorción de liquidez.
- 12 Se considerará que la entidad de contrapartida ha incumplido las disposiciones establecidas por el Banco de España en relación con las operaciones bilaterales cuando: 1) no transfiera una cantidad suficiente de activos de garantía; 2) no transfiera una cantidad suficiente de efectivo para liquidar el importe acordado en la operación, o 3) no garantice una operación bilateral pendiente en cualquier momento hasta la fecha de su vencimiento mediante el ajuste de los márgenes correspondientes.
- 13 Se considerará que la entidad de contrapartida ha incumplido las disposiciones establecidas por el Banco de España sobre la utilización de activos de garantía cuando utilice para garantizar sus operaciones de política monetaria: 1) activos emitidos o garantizados por ella misma; 2) activos emitidos o garantizados por un tercero con el cual dicha entidad de contrapartida tenga vínculos estrechos; 3) activos no admisibles o activos de garantía que hayan dejado de ser admisibles como garantía de dichas operaciones, con arreglo a las normas tengan establecidas al efecto el Banco de España o el Eurosistema, o 4) cuando haya facilitado información que perjudica el valor del activo de garantía (como información acerca del saldo vivo de derechos de crédito utilizados que resulte ser falsa u obsoleta).
- 14 Para el primer incumplimiento, la penalización pecuniaria será equivalente al resultado de aplicar el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito más 5 puntos porcentuales (pp), sobre el importe correspondiente al acceso no autorizado a la facilidad marginal de crédito. En caso de incumplimientos sucesivos que se produzcan en un periodo de 12 meses, el tipo de interés penalizador se incrementará 2,5 pp cada vez que se produzca un nuevo incumplimiento.

El real decreto ley introduce ciertos mecanismos con el fin de agilizar la resolución de controversias (principalmente, por medio del arbitraje) que puedan surgir entre los clientes y las entidades de crédito por razón de la comercialización de determinados productos de ahorro e inversión; en concreto, instrumentos híbridos de capital (generalmente, participaciones preferentes) y deuda subordinada. Asimismo, persigue ofrecer liquidez a las acciones recibidas en canje por los tenedores de dichos instrumentos, otorgando al Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito (FGD) capacidad legal suficiente para crear mecanismos de mercado que permitan una alternativa de liquidez a estas acciones.

COMISIÓN DE SEGUIMIENTO DE INSTRUMENTOS HÍBRIDOS DE CAPITAL Y DEUDA SUBORDINADA

Se crea una comisión de seguimiento de instrumentos híbridos de capital y deuda subordinada (en adelante, la Comisión), como órgano colegiado adscrito al Ministerio de Economía y Competitividad, encargado de realizar, entre otras, las siguientes funciones: 1) el análisis de los factores que han motivado la presentación de reclamaciones judiciales y extrajudiciales por los titulares de este tipo de productos financieros frente a las entidades de crédito participadas por el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB); 2) la remisión, con carácter trimestral, de un informe al Congreso de los Diputados sobre los elementos fundamentales de esas reclamaciones¹⁵, y, en su caso, 3) la elevación de propuestas a las autoridades competentes para mejorar la protección del adquirente de este tipo de productos.

Adicionalmente, la Comisión determinará los criterios básicos que habrán de emplear las entidades participadas por el FROB al objeto de ofrecer a sus clientes el sometimiento a arbitraje de las controversias que surjan en relación con los instrumentos citados, con el fin de que aquellos queden adecuadamente compensados del perjuicio económico soportado. Asimismo, especificará los criterios para designar al colectivo de clientes cuyas reclamaciones, en atención a la especial dificultad de sus circunstancias personales o familiares, deberán recibir una tramitación prioritaria por parte de las entidades participadas por el FROB. La Comisión acordará estos criterios en su reunión constitutiva y podrá revisarlos trimestralmente.

La Comisión estará presidida por la presidenta de la CNMV, contará con el subgobernador del Banco de España, en calidad de vicepresidente, y estará asistida por un secretario, designado por la CNMV. Los restantes miembros que la componen son la secretaria general de Sanidad y Consumo, del Ministerio de Sanidad, Servicios Sociales e Igualdad; el secretario general del Tesoro y Política Financiera, del Ministerio de Economía y Competitividad, y la presidenta del Consejo de Consumidores y Usuarios. Asimismo, invitará a participar —con voz, pero sin voto— a los representantes designados por las autoridades de consumo de las Comunidades Autónomas y del Instituto Nacional del Consumo que hayan participado o vayan a participar en los procedimientos de resolución de las reclamaciones mencionadas.

PROVISIÓN DE LIQUIDEZ A TRAVÉS DEL FGD

El real decreto ley articula, además, un mecanismo de provisión de liquidez, a través del FGD, para las acciones que recibirán los tenedores de los instrumentos anteriores en

¹⁵ Se entienden por aspectos fundamentales sobre los que la Comisión puede solicitar y recabar información los relativos a: 1) la cuantía de la reclamación; 2) el cauce judicial o extrajudicial elegido por el reclamante; 3) el lugar geográfico de comercialización del instrumento; 4) el sentido de la sentencia o laudo dictado, incluyendo el fundamento básico de la estimación o desestimación de la reclamación, y 5) la entidad emisora, el perfil del cliente y cualesquiera otros de naturaleza análoga que se estimen relevantes para el adecuado cumplimiento de las funciones que tiene encomendadas la Comisión.

canje de aquellos. Así, en primer lugar, se amplían las funciones del FGD para permitirle la suscripción de acciones o instrumentos de deuda subordinada emitidos por la SAREB.

Además, se le faculta para adquirir acciones ordinarias no admitidas a cotización en un mercado regulado emitidas por las entidades de crédito que transfieran sus activos a la SAREB¹⁶ y que resulten de la conversión de instrumentos híbridos de capital y deuda subordinada. El FGD adquirirá de forma prioritaria las acciones de aquellos clientes de la entidad que se encuentren en una situación de especial dificultad por sus circunstancias personales y familiares, de acuerdo con los criterios que fije la Comisión.

La adquisición de los instrumentos anteriores se realizará a un precio que no exceda de su valor de mercado y de acuerdo con la normativa de la Unión Europea de ayudas de Estado. A efectos de determinar el citado valor de mercado, el FGD solicitará la elaboración de un informe de experto independiente.

CONTRIBUCIÓN ESPECIAL AL FGD

Con el objeto de mantener una saneada posición patrimonial del FGD, que le permita desempeñar adecuadamente su función en favor de la estabilidad del sistema financiero español, se establece una contribución especial a aquel por parte de las entidades adheridas, aplicable una sola vez, de un 3 % de los depósitos computables a 31 de diciembre de 2012.

Esta contribución se articulará en dos fases. Un primer tramo equivalente al 40 %, que se deberá satisfacer en el plazo de 20 días hábiles a partir del 31 de diciembre de 2013. En relación con este tramo, la Comisión Gestora del FGD podrá establecer algunas exenciones, como: 1) la no aplicación de este tramo a las entidades mayoritariamente participadas por el FROB; 2) una deducción de hasta un máximo del 50 % en las aportaciones de las entidades adheridas al FGD cuya base de cálculo no exceda de 5 mm de euros, y 3) una deducción de hasta un máximo del 30 % de las cantidades invertidas por las entidades antes del 31 de diciembre de 2013 en la suscripción o adquisición de acciones o instrumentos de deuda subordinada emitidos por la SAREB.

El segundo tramo, que comprenderá el 60 % restante, se deberá satisfacer a partir del 1 de enero de 2014, de acuerdo al calendario de pago que fije la Comisión Gestora, dentro de un plazo máximo de siete años. Sin perjuicio del citado calendario de pago, el importe correspondiente a este segundo tramo se registrará como patrimonio del FGD en la fecha en que se liquide el primer tramo.

MODIFICACIÓN DE LA NORMATIVA DE REESTRUCTURACIÓN Y RESOLUCIÓN DE ENTIDADES DE CRÉDITO

Se introducen ciertas precisiones en la Ley 9/2012, de 14 de noviembre¹⁷, de reestructuración y resolución de entidades de crédito. Por un lado, se añaden nuevas condiciones en relación con el régimen de la transmisión de activos a la SAREB, que son las siguientes: 1) los créditos transmitidos no serán calificados como subordinados en el marco de un eventual concurso del deudor, aun cuando la SAREB fuera accionista de la sociedad deudora. No obstante, si ya hubiera sido calificado el crédito como subordinado

¹⁶ Conforme a la disposición adicional novena de la Ley 9/2012, de 14 de noviembre, de reestructuración y resolución de entidades de crédito, están obligadas a transmitir determinados activos a la SAREB las entidades de crédito que se encuentren mayoritariamente participadas por el FROB o que, a juicio del Banco de España y tras la evaluación independiente de las necesidades de capital y calidad de los activos, vayan a requerir la apertura de un proceso de reestructuración o de resolución de los previstos en esa ley.

¹⁷ Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2012», *Boletín Económico*, enero de 2013, Banco de España, pp. 129-144.

con carácter previo a la transmisión, conservará tal calificación; 2) la SAREB ostentará, respecto a los créditos por ella adquiridos después de la declaración de concurso, derecho de adhesión a la propuesta o propuestas de convenio que se presenten por cualquier legitimado, así como derecho de voto en la junta de acreedores; 3) la SAREB podrá ser beneficiaria de las hipotecas de máximo¹⁸ que estuvieran constituidas sobre los activos que se le hubiesen transmitido o de las que se constituyan en lo sucesivo, y 4)) será de aplicación a la SAREB el régimen de los acuerdos de compensación contractual y garantías financieras regulados en el Real Decreto Ley 5/2005, de 11 de marzo, de reformas urgentes para el impulso a la productividad y para la mejora de la contratación pública¹⁹.

Por otro lado, se clarifican los términos en que puede tener lugar el pago del precio de recompra de emisiones o partidas de instrumentos híbridos de capital y de deuda subordinada incluidos en el ámbito de aplicación de las acciones de gestión acordadas por el FROB.

OTRAS NOVEDADES

En la norma se introducen otras disposiciones en materia financiera, que se reseñan a continuación.

Se añade una nueva función a los servicios de atención al cliente y a los defensores del cliente de las entidades financieras a los que se refiere la Orden ECO/734/2004, de 11 de marzo, sobre los departamentos y servicios de atención al cliente y el defensor del cliente de las entidades financieras. A partir de la entrada en vigor de la norma, estos servicios atenderán las reclamaciones relacionadas con los compromisos suscritos por las entidades de crédito en relación con la constitución de un fondo social de viviendas de su propiedad, destinadas a las personas que hayan sido desalojadas de su vivienda habitual por el impago de un préstamo hipotecario²⁰.

Por otro lado, se introducen ciertas modificaciones en la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de medidas de reforma del sistema financiero, en relación con la información que las entidades declarantes deben proporcionar a la Central de Información de Riesgos (CIR). Así, se permite que el ministro de Economía y Competitividad y, con su habilitación

¹⁸ Las hipotecas de máximos están recogidas en el artículo 153 bis de la Ley Hipotecaria (texto refundido según Decreto de 8 de febrero de 1946), a favor de: 1) las entidades financieras en garantía de una o diversas obligaciones, de cualquier clase, presentes y/o futuras, y 2) las Administraciones Públicas titulares de créditos tributarios o de la Seguridad Social. En ambos casos, sin necesidad de pacto novatorio de aquellos. Será suficiente que se especifiquen en la escritura de constitución de la hipoteca y se hagan constar en la inscripción de aquella: su denominación y, si fuera preciso, la descripción general de los actos jurídicos básicos de los que deriven o puedan derivar en el futuro las obligaciones garantizadas; la cantidad máxima de que responde la finca; el plazo de duración de la hipoteca, y la forma de cálculo del saldo final líquido garantizado. Asimismo, podrá pactarse en el título que la cantidad exigible en caso de ejecución sea la resultante de la liquidación efectuada por la entidad financiera acreedora en la forma convenida por las partes en la escritura.

¹⁹ El régimen jurídico de este tipo de acuerdos se aplica a las operaciones financieras que se realicen en el marco de un acuerdo de compensación contractual, siempre que el acuerdo prevea la creación de una única obligación jurídica que abarque todas las operaciones incluidas en dicho acuerdo, en virtud de la cual, en caso de vencimiento anticipado, las partes solo tendrán derecho a exigirse el saldo neto del producto de la liquidación de dichas operaciones. El saldo neto deberá ser calculado conforme a lo establecido en el acuerdo de compensación contractual o en los acuerdos que guarden relación con este.

²⁰ En la disposición adicional única del Real Decreto Ley 27/2012, de 15 de noviembre, de medidas urgentes para reforzar la protección a los deudores hipotecarios, se encomienda al Gobierno que promueva con el sector financiero la constitución de un fondo social de viviendas propiedad de las entidades de crédito, destinadas a ofrecer cobertura a aquellas personas que hayan sido desalojadas de su vivienda habitual por el impago de un préstamo hipotecario. Este fondo tendrá como objetivo facilitar el acceso a estas personas a contratos de arrendamiento con rentas asumibles en función de los ingresos que perciban.

expresa, el Banco de España, además de determinar las clases de riesgos que se deben declarar, puedan diferenciarlos fijando umbrales de declaración distintos en función de su finalidad: bien para el ejercicio exclusivo de sus funciones de supervisión e inspección y de las demás funciones que tiene legalmente atribuidas, bien para facilitarlos también a las entidades declarantes en el ejercicio de su actividad.

A este respecto, las personas físicas o jurídicas que figuren como titulares de un riesgo declarable a la CIR seguirán pudiendo acceder a toda la información que les afecte, salvo los datos aportados por las entidades declarantes exclusivamente en cumplimiento de las obligaciones de información que establezca el Banco de España en el ejercicio de sus funciones. Cuando todos los datos de un titular se aporten exclusivamente para las funciones de supervisión e inspección y demás funciones que tenga legalmente atribuidas, el Banco de España facilitará únicamente el nombre de las entidades que hayan declarado los riesgos.

Por otra parte, se adoptan las medidas necesarias para dar cumplimiento al mandato contenido en el Reglamento (UE) n.º 260/2012, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de marzo de 2012, por el que se establecen requisitos técnicos y empresariales para las transferencias y los adeudos domiciliados en euros, y se modifica el Reglamento (CE) n.º 924/2009. En concreto: 1) se habilita al ministro de Economía y Competitividad para otorgar autorizaciones y exenciones en los supuestos y términos previstos en dicho reglamento²¹; 2) se designa al Banco de España como autoridad competente responsable de garantizar el cumplimiento del Reglamento (UE) n.º 260/2012, y 3) se modifica la Ley 16/2009, de 13 de noviembre, de servicios de pago, para incluir las disposiciones del referido reglamento como normas de ordenación y disciplina de los proveedores de servicios de pago.

Finalmente, se realizan ciertas modificaciones en el texto refundido de la Ley de Ordenación y Supervisión de los Seguros Privados, aprobado por el Real Decreto Legislativo 6/2004, de 29 de octubre, con el fin de permitir que las entidades aseguradoras españolas puedan celebrar contratos de apoderamiento con personas jurídicas para la suscripción de riesgos en nombre y por cuenta de aquellas (denominadas habitualmente «agencias de suscripción»). Se pone así fin a la desigualdad de trato entre las entidades españolas y las de otros Estados miembros, pues, hasta la fecha, solo las entidades aseguradoras domiciliadas en Estados miembros del Espacio Económico Europeo distintos de España, y que ejercían sus actividades en España en régimen de derecho de establecimiento o en régimen de libre prestación de servicio, podían apoderar a las mencionadas agencias para la suscripción de seguros por su cuenta y nombre.

El real decreto ley entró en vigor el 24 de marzo.

Regulación de la inversión de las entidades aseguradoras en valores o derechos mobiliarios emitidos por la SAREB

Se ha publicado el *Real Decreto Ley 2/2013, de 1 de febrero* (BOE del 2), de medidas urgentes en el sistema eléctrico y en el sector financiero.

En el ámbito financiero, se aborda la regulación de la inversión de las entidades aseguradoras en valores o derechos mobiliarios emitidos por la SAREB. En concreto, los activos emitidos por la SAREB se pueden incluir entre los activos aptos para la cobertura de las

²¹ El Reglamento (UE) n.º 260/2012 estableció, entre otros aspectos, los requisitos técnicos que debían cumplir los proveedores de servicios de pago para efectuar las transferencias y los adeudos domiciliados a partir del 1 de enero del 2014. No obstante, los Estados miembros podían autorizar a sus autoridades competentes a eximir del cumplimiento de tales requisitos hasta el 1 de febrero de 2016.

provisiones técnicas de las entidades aseguradoras, no excediendo del límite del 3 % del total de las provisiones. Se valorarán por su coste, tal como se define en el Plan de Contabilidad de Entidades Aseguradoras.

Además, a efectos del margen de solvencia, no se computarán las plusvalías o minusvalías no realizadas, contabilizadas o no, derivadas de dichos activos.

El real decreto ley entró en vigor el 2 de febrero.

Contratos de crédito al consumo: nuevos supuestos de cálculo de la TAE

Se ha publicado la *Orden ECC/159/2013, de 6 de febrero* (BOE del 8), por la que se modifica la parte II del anexo I de la Ley 16/2011, de 24 de junio²², de contratos de crédito al consumo. La orden transpone a nuestro ordenamiento jurídico la nueva versión de los supuestos adicionales para calcular la TAE que adoptó la Directiva 2011/90/UE, de la Comisión, de 14 de noviembre de 2011, por la que se modifica la parte II del anexo I de la Directiva 2008/48/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, en la que se establecen supuestos adicionales para calcular la TAE²³.

En su versión actual, los supuestos adicionales se pueden sintetizar de la siguiente manera:

- 1) Si un contrato de crédito otorga libertad de disposición de fondos al consumidor, se considerará que el consumidor ha dispuesto del importe total del crédito inmediata y totalmente. Si impusiera algunas condiciones a la disposición de los fondos, como una limitación respecto del importe y del período de tiempo, se considerará que se ha dispuesto del importe del crédito en la fecha más temprana prevista en el contrato de crédito y con arreglo a dichos límites de disposición de fondos.
- 2) Si un contrato de crédito establece diferentes formas de disposición de fondos con diferentes tasas o tipos deudores, se considerará que se ha dispuesto del importe total del crédito al más alto de los tipos deudores y con las tasas más elevadas aplicadas a la categoría de transacción más comúnmente utilizada en ese tipo de contrato de crédito.
- 3) En el caso de créditos en forma de posibilidad de descubiertos, estos se considerarán como créditos en los que se hubiese dispuesto de su importe total y por toda la duración del contrato. Si la duración de la posibilidad de descubierto no se conoce, la TAE se calculará basándose en el supuesto de que la duración del crédito es de tres meses.
- 4) En el caso de un contrato de crédito de duración indefinida²⁴ que no sea en forma de descubierto, se presumirá: a) que el crédito se concede por un período de un año a partir de la fecha de la disposición de fondos inicial y que mediante el pago final se liquida el saldo de capital, intereses y otros gastos, en su caso, y b) que el consumidor devuelve el crédito en doce mensualidades iguales, a partir de un mes desde la fecha de la disposición de fondos inicial. No obstante,

22 Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 2011», *Boletín Económico*, julio-agosto de 2011, Banco de España, pp. 193-196.

23 La directiva estableció nuevos supuestos adicionales para calcular la TAE, dado que los establecidos en la Directiva 2008/48/CE eran insuficientes, y ya no se ajustaban en determinadas circunstancias a la situación del mercado.

24 Se consideran contratos de crédito de duración indefinida aquellos que no tienen duración fija e incluyen créditos que deben reembolsarse en su totalidad dentro o después de un período, pero que, una vez devueltos, vuelven a estar disponibles para una nueva disposición de fondos.

en caso de que el capital tenga que ser reembolsado en un pago único, dentro de cada período de pago, se presumirá que se producen disposiciones y reembolsos sucesivos de todo el capital a lo largo del período de un año.

- 5) En los contratos de crédito distintos de los descubiertos y de los créditos de duración indefinida, si no pueden determinarse la fecha o el importe de un reembolso de capital que debe efectuar el consumidor, se presumirá que el reembolso se hace en la fecha más temprana prevista en el contrato de crédito y conforme al importe más bajo establecido en él. Si no se conoce la fecha de celebración del contrato de crédito, se presumirá que la fecha de la disposición inicial es la fecha que tenga como resultado el intervalo más corto entre esa fecha y la del primer pago que deba hacer el consumidor.
- 6) Cuando no puedan determinarse la fecha o el importe de un pago que debe efectuar el consumidor conforme al contrato de crédito o a los supuestos anteriores, se presumirá que el pago se hace con arreglo a las fechas y condiciones exigidas por el prestamista. Si estas son desconocidas: a) los gastos de intereses se pagarán junto con los reembolsos de capital; b) los gastos distintos de los intereses expresados como una suma única se pagarán en la fecha de celebración del contrato de crédito; c) los gastos distintos de los intereses expresados como varios pagos se pagarán a intervalos regulares, comenzando en la fecha del primer reembolso de capital y, si el importe de tales pagos no se conoce, se presumirá que tienen importes iguales, y d) el pago final liquidará el saldo de capital, intereses y otros gastos, en su caso.
- 7) Si todavía no se ha acordado el límite máximo aplicable al crédito, se presumirá que es de 1.500 euros.
- 8) Si durante un período o por un importe limitados se proponen diferentes tipos deudores y tasas, se considerará que el tipo deudor y las tasas corresponden al tipo más alto de toda la duración del contrato de crédito.
- 9) En los contratos de crédito al consumo en los que se haya convenido un tipo deudor fijo en relación con el período inicial, finalizado el cual se determina un nuevo tipo deudor, que se ajusta periódicamente con arreglo a un indicador convenido, el cálculo de la TAE partirá del supuesto de que, al final del período de tipo deudor fijo, este es el mismo que en el momento de calcularse la TAE en función del valor del indicador convenido en ese momento.

Por último, se ha dispuesto que los prestamistas e intermediarios obligados al cálculo de la TAE de contratos de crédito al consumo dispondrán de dos meses, desde la entrada en vigor de esta norma, para adaptar sus sistemas, procedimientos internos, publicidad, información precontractual y modelos de contratos a los preceptos establecidos en aquella.

La orden entró en vigor el 9 de febrero.

**Deuda del Estado:
condiciones de emisión
durante 2013 y enero
de 2014**

Ley 17/2012, de 27 de diciembre²⁵, de Presupuestos Generales del Estado para el año 2013, autorizó al ministro de Economía y Competitividad para que incrementase la deuda del Estado

²⁵ Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2012», *Boletín Económico*, enero de 2013, Banco de España, pp. 164 y 165.

durante este año con la limitación de que el saldo vivo de aquella al final del ejercicio no superase el correspondiente saldo a 1 de enero de 2013 en más de 71 mm de euros.

Como viene siendo habitual en estas fechas, se han publicado la *Orden ECC/1/2013, de 2 de enero* (BOE del 3), por la que se dispone la creación de deuda del Estado durante el año 2013 y enero de 2014, que incluye como novedad este año las Cláusulas de Acción Colectiva (CAC) normalizadas, y *las resoluciones de 22 y de 29 de enero de 2013, de la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera* —en adelante, el Tesoro— (BOE del 28 y del 31, respectivamente), por las que se disponen determinadas emisiones de letras del Tesoro, bonos y obligaciones del Estado, y se publica el calendario de subastas para este ejercicio y el mes de enero siguiente.

Las CAC, que se aplicarán a partir del 1 de enero de 2013 a todas las emisiones de deuda pública con plazo de amortización superior a un año²⁶, son un conjunto de reglas de agregación de mayorías representativas entre los tenedores de ciertos bonos. En los casos en los que se pueda plantear la modificación de las condiciones de un instrumento de deuda, se evita la necesidad de lograr la unanimidad entre todos los tenedores de los bonos y posibilitan que se puedan adoptar dichas modificaciones con carácter vinculante, obviando que una minoría pueda bloquear soluciones aprobadas por la mayoría. De este modo, por ejemplo, las condiciones de los bonos que regulen su emisión o administración podrán modificarse, bien con el previo consentimiento del emisor y del voto afirmativo de los tenedores de, al menos, el 75 % del principal total de los bonos en circulación representados en una junta de tenedores debidamente convocada, bien con una resolución escrita firmada por los tenedores, o en nombre de estos, de, al menos, el 66 % del principal total de los bonos en circulación.

Por otro lado, se mantienen, en general, los instrumentos y las técnicas de emisión vigentes para la deuda del Estado. Así, se continúan emitiendo mediante subastas ordinarias y especiales (ofertas competitivas y no competitivas²⁷), así como mediante otros procedimientos. En particular, se podrá ceder parte o la totalidad de una emisión a un precio convenido a una o varias entidades financieras que aseguren su colocación. Asimismo, se podrán realizar operaciones de venta simple o con pacto de recompra de valores de nuevas emisiones o ampliaciones de emisiones existentes que el Tesoro tenga en su cuenta de valores.

En las ofertas competitivas se indicarán el importe nominal y el tipo de interés que se solicitan. El importe nominal mínimo sigue siendo de 1.000 euros, y se formulará, a partir de ese importe, en múltiplos enteros de esa cantidad. El precio de adjudicación será el equivalente al tipo de interés solicitado o al tipo de interés medio ponderado, según el resultado de la subasta²⁸.

26 El 28 de noviembre de 2010, los ministros de Economía de la zona del euro anunciaron una serie de medidas estratégicas destinadas a proteger la estabilidad financiera de la zona del euro; entre ellas, la inclusión obligatoria de CAC normalizadas en todas las nuevas emisiones de deuda soberana de la zona del euro. Los jefes de Estado y de Gobierno de los Estados miembros de la zona del euro precisaron y ratificaron este compromiso en su reunión del 11 de marzo de 2011 y el Consejo Europeo lo hizo en la cumbre celebrada los días 24 y 25 de marzo de 2011. El texto de las CAC ha sido consensuado por todos los Estados de la zona euro y serán aplicadas a la deuda emitida por dichos Estados a partir del 1 de enero de 2013.

27 En las competitivas se indica el precio, expresado en tanto por ciento sobre el valor nominal, que se está dispuesto a pagar por la deuda o el tipo de interés en tanto por ciento que se solicita, mientras que en las no competitivas no se indica precio o tipo de interés. Las peticiones no competitivas se aceptarán en su totalidad, y se adjudicarán al precio medio ponderado, o al precio equivalente al tipo de interés medio ponderado.

28 A partir de las peticiones competitivas aceptadas, se calcula el precio medio ponderado de la subasta, expresado en porcentaje del valor nominal y redondeado por exceso a tres decimales. El precio de adjudicación se determina de la siguiente forma: las peticiones realizadas al precio mínimo se adjudican a este precio; las peticiones entre el precio mínimo y el precio medio ponderado se adjudican al precio pujado; y las peticiones por encima del precio medio ponderado, junto con las no competitivas, pagarán el precio medio ponderado.

En las ofertas no competitivas, el importe nominal mínimo se mantiene, igualmente, en 1.000 euros, y las peticiones por importes superiores habrán de ser múltiplos enteros. Como novedad, el importe nominal máximo conjunto de las peticiones no competitivas presentadas por un mismo postor en cada subasta no podrá exceder de cinco millones de euros (antes, un millón de euros). Como excepción, se permite que ciertas entidades²⁹ presenten peticiones no competitivas por un valor nominal máximo de 500 millones de euros (antes, el límite máximo era de 300 millones de euros). Las peticiones tendrán como precio de adjudicación, en todos los casos, el precio equivalente al tipo de interés medio ponderado.

Se mantiene la posibilidad de excluir, a efectos del cálculo del precio y del tipo de interés medios ponderados, aquellas peticiones competitivas, tanto de letras como de bonos y obligaciones, que se consideren no representativas de la situación del mercado, para no distorsionar el resultado de las subastas.

Finalmente, como en años anteriores, a las subastas les seguirá una segunda vuelta, reservada a aquellas entidades financieras que hayan accedido a la condición de creador de mercado, que se desarrollará según la normativa que regula dichas entidades.

LETRAS DEL TESORO

Como en años anteriores, en la resolución se publica el calendario de subastas que se van a realizar durante 2013 y enero de 2014, en el que se señalan las fechas de las subastas ordinarias y el plazo de las letras, fijando las emisiones y la convocatoria de las subastas de forma simultánea con la publicación del calendario. No obstante, por razones de demanda o de política de emisiones, el Tesoro podría efectuar subastas adicionales.

Con la finalidad de que las CAC no afecten a las letras del Tesoro, se han suprimido las emisiones de letras a dieciocho meses, que se han sustituido por letras a nueve meses. De esta forma, a partir del mes de febrero se subastarán letras a tres, seis, nueve y doce meses, y cada referencia será susceptible de adquisición por subasta con una regularidad de tres meses para facilitar un grado de liquidez suficiente desde su emisión.

A partir del mes de febrero, las subastas tendrán lugar el tercer martes de cada mes para las letras a seis y a doce meses, y el martes siguiente para las de tres y nueve meses³⁰. Los plazos de emisión pueden diferir de los señalados en el número de días necesario para agrupar las emisiones en un único vencimiento mensual, que, para facilitar la reinversión, se hace coincidir, salvo excepciones, con la fecha de emisión de las letras a seis y a doce meses.

En cuanto al resto de características, las subastas mantienen en su desarrollo y resolución la misma configuración que en 2012, incluida la presentación de las peticiones en términos de tipo de interés, tal como cotizan en los mercados secundarios, para facilitar con ello a los suscriptores la formulación de peticiones. Así, en las ofertas competitivas se indicará el tipo de interés que se solicita y las peticiones que resulten aceptadas se adjudicarán, en cada caso, al precio equivalente al tipo de interés solicitado o al medio ponderado, según corresponda en función del resultado de la subasta.

²⁹ El Fondo de Garantía Salarial, el Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito, el Fondo de Reserva de la Seguridad Social, el Fondo de Garantía de Inversiones, la Sociedad Estatal de Correos y Telégrafos, SA, la Sociedad Estatal de Participaciones Industriales (SEPI), la Agencia Española de Protección de Datos, el Fondo de Prevención y Rehabilitación de la Seguridad Social, el FROB (que ahora se incorpora explícitamente en la norma), o cualquier otra entidad pública o sociedad de titularidad pública que determine el Tesoro.

³⁰ Anteriormente, las subastas tenían lugar el tercer martes de cada mes para las letras a doce y a dieciocho meses, y el martes siguiente para las de tres y seis meses.

En la resolución se publica el calendario de subastas que se van a realizar durante 2013 y enero de 2014, en el que se señalan las fechas de las subastas ordinarias y el plazo, fijando las emisiones y la convocatoria de las subastas de forma simultánea con la publicación del calendario. El anuncio de los valores que se ponen en oferta se efectuará, al igual que en 2012, el viernes anterior a cada subasta, tras consulta con los creadores de mercado para poder adaptar la emisión a las preferencias del mercado.

No obstante, si las condiciones del mercado o las necesidades de financiación así lo aconsejaran, el Tesoro podrá añadir, en la resolución en la que se dispongan las emisiones de bonos y obligaciones, nuevas referencias a las subastas o no emitir en alguno de los plazos que, a título indicativo, se hubieran anunciado en la resolución.

Las subastas se efectuarán, salvo excepciones, el primer y el tercer jueves de cada mes, y se pondrán en oferta indistintamente bonos y obligaciones del Estado³¹. En su desarrollo y resolución se mantiene la misma configuración que en 2012, incluida la posibilidad de excluir, solo a efectos del cálculo del precio y del tipo de interés medios ponderados, aquellas peticiones competitivas que se consideren no representativas de la situación del mercado, de forma que no distorsionen el resultado de las subastas.

Como en años anteriores, en las subastas se pondrán en oferta bonos del Estado a tres y a cinco años, y obligaciones del Estado a diez, quince y treinta años. Como novedad en este ejercicio, se inicia la emisión de bonos a dos años, con la que se complementan los plazos de emisión que utiliza el Tesoro Público para su financiación.

Con la emisión de nuevos tramos, también se podrán reabrir referencias emitidas con anterioridad, a fin de garantizar su liquidez y atender la demanda de los inversores en los distintos segmentos en que esta se produzca, incrementando con ello el volumen medio de las referencias en circulación. Las nuevas referencias devengarán el tipo de interés nominal que se determine en la norma por la que se disponga su emisión. Finalmente, al igual que el año anterior, también se contempla la posibilidad de emitir bonos y obligaciones referenciados a algún índice.

La orden entró en vigor el 3 de enero, y las resoluciones, el 28 y el 31 de enero, respectivamente.

Creadores de mercado de la deuda del Estado: modificación de la normativa

Se ha publicado la *Resolución de 10 de enero de 2013, del Tesoro* (BOE del 21), que modifica la de 20 de julio 2012³², por la que se establecen las condiciones de actuación de los creadores de mercado de deuda pública del Reino de España.

La resolución elimina tanto la segunda vuelta en las subastas especiales como la obligación de los creadores de mercado a participar en ellas. Del mismo modo, elimina el cómputo de las suscripciones en las subastas especiales de bonos y obligaciones a efectos de la evaluación mensual de los creadores de mercado.

La resolución entró en vigor el 21 de enero.

³¹ En los años anteriores, las subastas se efectuaban, salvo excepciones, el primer jueves de cada mes para los bonos y el tercer jueves para las obligaciones.

³² Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 2012», *Boletín Económico*, octubre de 2012, Banco de España, p. 188.

Informe anual de gobierno corporativo, del informe anual sobre remuneraciones y de otros instrumentos de información de las sociedades anónimas cotizadas, de las cajas de ahorros y de otras entidades

Se ha publicado la *Orden ECC/461/2013, de 20 de marzo* (BOE del 23), por la que se determinan el contenido y la estructura del informe anual de gobierno corporativo, del informe anual sobre remuneraciones y de otros instrumentos de información de las sociedades anónimas cotizadas, de las cajas de ahorros y de otras entidades que emitan valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores.

La norma, además de introducir ciertas novedades, agrupa en una única orden ministerial la normativa que desarrollaba las obligaciones relativas al informe de gobierno corporativo de las sociedades anónimas cotizadas, de las cajas de ahorros y de otras entidades que emitan valores admitidos a negociación, derogando la Orden ECO/3722/2003, de 26 de diciembre, sobre el informe anual de gobierno corporativo y otros instrumentos de información de las sociedades anónimas cotizadas y otras entidades, y la Orden ECO/354/2004, de 17 de febrero, sobre el informe anual de gobierno corporativo y otra información de las cajas de ahorros que emitan valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores.

INFORME ANUAL DE GOBIERNO CORPORATIVO

En relación con las sociedades anónimas cotizadas, se mantiene el esquema existente en la normativa anterior, si bien se amplían los elementos que deberán formar parte del contenido mínimo del informe de gobierno corporativo al incorporarse, entre otros aspectos, información sobre:

- 1) El modo de representación en el consejo de administración de la sociedad cotizada de los accionistas con participaciones significativas.
- 2) Información sobre los acuerdos indemnizatorios entre la sociedad y sus cargos de administración y dirección.
- 3) Información de los valores que no se negocien en un mercado regulado comunitario, con indicación, en su caso, de las distintas clases de acciones y, para cada una de las clases, los derechos y obligaciones que confiera.
- 4) Cualquier restricción tanto a la transmisibilidad de valores como a los derechos de voto.
- 5) Información relativa a las normas aplicables a la modificación de los estatutos de la sociedad. En particular, las mayorías previstas para su modificación y, en su caso, las normas previstas para la tutela de los derechos de los socios.
- 6) Información relativa al número de mujeres que integran el consejo de administración y órganos de dirección, con indicación de la evolución de esta composición en los últimos cuatro años. Igualmente, se incluirá información sobre las medidas que, en su caso, se hubieran adoptado para procurar incluir en su consejo de administración un número de consejeras que permita alcanzar una presencia equilibrada de mujeres y hombres.

Respecto a las cajas de ahorros, la orden mantiene gran parte del contenido de la normativa anterior, si bien existen novedades de relevancia, siendo la principal que, a partir de ahora, se extiende a todas las cajas de ahorros la obligación de confeccionar tanto el informe de gobierno corporativo como el informe sobre remuneraciones de los consejeros, que se comentan más adelante (antes, solo era obligatorio para aquellas que hubieran

emitido valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores)³³. Otras novedades reseñables son: 1) el detalle de los conflictos de interés existentes entre los miembros de los órganos de gobierno o, si los hubiere, de los cuotapartícipes de las cajas de ahorros y la función social de la caja; 2) la descripción de las principales características de los sistemas internos de control y gestión de riesgos³⁴, y 3) información relativa al número de mujeres que integran el consejo de administración, sus comisiones y la comisión de control, así como el carácter de tales consejeras, con indicación de la evolución de esta composición en los últimos cuatro años, de forma similar a las sociedades cotizadas.

En lo referente al informe anual de gobierno corporativo de las entidades que emitan valores que se negocien en mercados oficiales, mantiene el mismo contenido, con algunas novedades, como las siguientes: 1) información sobre cualquier restricción a la transmisibilidad de valores y cualquier restricción al derecho de voto; 2) información relativa a las retribuciones del órgano de administración o equivalente, así como al número de consejeras que integran el consejo de administración y sus comisiones, u órganos equivalentes; 3) una descripción de las principales características de los sistemas internos de control y gestión de riesgos en relación con el proceso de emisión de la información financiera, y 4) información relativa al número de mujeres que integran el consejo de administración y órganos de dirección, pero con menor detalle que en los casos anteriores.

Al igual que la normativa anterior, el informe de gobierno corporativo será objeto de publicación como hecho relevante, y comunicado a la CNMV, que lo publicará en su sitio web. Se pondrá a disposición de los accionistas en el caso de las sociedades, y a la de los miembros de la asamblea general en el caso de las cajas de ahorros. Asimismo, será accesible, por vía telemática, a través de sus páginas web.

INFORME ANUAL SOBRE REMUNERACIONES DE LOS CONSEJEROS

Se desarrolla lo dispuesto en la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, modificada por la Ley 2/2011, de 4 de marzo, de Economía Sostenible, que establece que, junto con el informe anual de gobierno corporativo, las sociedades anónimas cotizadas deberán elaborar un informe anual sobre las remuneraciones de sus consejeros, que incluirá información completa, clara y comprensible sobre la política de remuneraciones de la sociedad aprobada por el consejo de administración para el año en curso, así como, en su caso, la prevista para años futuros. Incluirá también un resumen global de cómo se aplicó la política de retribuciones durante el ejercicio, así como el detalle de las retribuciones individuales devengadas por cada uno de los consejeros.

Del mismo modo, y como se mencionó en el apartado anterior, todas las cajas de ahorros³⁵ deberán elaborar un informe anual sobre las remuneraciones de los miembros del consejo de administración y de la comisión de control, que incluirá información completa, clara y comprensible sobre la política de remuneraciones para el año en curso, así como, en su caso, la prevista para años futuros. Incluirá también el detalle de las retribuciones individuales devengadas por cada uno de los consejeros y miembros de la comisión de control.

³³ En la disposición adicional única de la orden, se establece la obligación de confeccionar informes de gobierno corporativo y de remuneraciones tanto de las cajas de ahorros que no emitan valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores como de las cajas de ahorros que desarrollen su objeto como entidad de crédito a través de una entidad bancaria. Ambos informes serán objeto de comunicación a la CNMV, que remitirá copia de ellos al Banco de España.

³⁴ En concreto, la descripción de los principales riesgos que pueden afectar a la consecución de los objetivos de negocio, los riesgos que se han materializado durante el ejercicio, el alcance de los sistemas de gestión, los órganos responsables, el nivel de tolerancia y descripción de los planes de respuesta y supervisión.

³⁵ Al igual que en el informe anual sobre el gobierno corporativo, esta obligación se extiende a las cajas de ahorros que no emitan valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores, y aquellas que desarrollen su objeto como entidad de crédito a través de una entidad bancaria.

Al igual que el informe de gobierno corporativo, el informe anual sobre remuneraciones tendrá la consideración de hecho relevante y deberá ser remitido a la CNMV, que lo publicará en su sitio web. Se difundirá y someterá a votación, con carácter consultivo y como punto del orden del día, de la junta general ordinaria de accionistas o asamblea general. Finalmente, será accesible, por vía telemática, a través de sus páginas web.

La orden desarrolla la Ley 26/2003, de 17 de julio³⁶, por la que se modifican la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores³⁷, y el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, con el fin de reforzar la transparencia de las sociedades anónimas cotizadas, y el Real Decreto Ley 11/2010, de 9 de julio, de órganos de gobierno y otros aspectos del régimen jurídico de las cajas de ahorros, sobre la información relevante que deberán incluir en sus páginas web las sociedades anónimas cotizadas y las cajas que emitan valores negociados en mercados oficiales de valores.

Además de los dos informes anteriormente comentados, deberán incluir, entre otros, los siguientes: 1) los estatutos sociales; 2) las últimas cuentas anuales aprobadas, individuales y consolidadas; 3) el reglamento de la junta general, del consejo de administración y, en su caso, los reglamentos de las comisiones del consejo de administración; 4) la memoria anual y el reglamento interno de conducta; 5) la declaración intermedia de gestión; 6) los cauces de comunicación existentes entre la sociedad y los accionistas, y en particular las explicaciones pertinentes para el ejercicio del derecho de información del accionista, con indicación de las direcciones de correo postal y electrónico a las que pueden dirigirse los accionistas, y 7) los medios y procedimientos para el ejercicio del voto a distancia, de acuerdo con las normas que desarrollen ese sistema, incluidos, en su caso, los formularios para acreditar la asistencia y el ejercicio del voto por medios telemáticos en las juntas generales.

La orden entró en vigor el 24 de marzo.

**Mercado de Valores:
obligaciones de
comunicación a la CNMV
de las empresas de
servicios de inversión y de
las sociedades gestoras
de instituciones de
inversión colectiva**

Se ha publicado la *Circular 1/2013, de 30 de enero, de la CNMV* (BOE del 19 de febrero), sobre comunicación de informaciones relativas a las ESI y sus sociedades dominantes, y a las SGIIC³⁸.

Las ESI y las SGIIC están obligadas a comunicar a la CNMV información sobre los siguientes supuestos:

**NOMBRAMIENTOS Y CESES DE
CARGOS DE ADMINISTRACIÓN O
DIRECCIÓN³⁹**

En el caso de las ESI, el nombramiento de nuevos cargos de administración o dirección, así como los de sus entidades dominantes, deberá ser objeto de comunicación previa. Este requisito no será aplicable a las SGIIC, ya que estas lo comunicarán a la CNMV (al igual que deben hacer las ESI) posteriormente a la aceptación del cargo, una vez verificado,

³⁶ Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 2003», *Boletín Económico*, octubre de 2003, Banco de España, pp. 97-99.

³⁷ Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 1988», *Boletín Económico*, octubre de 1988, Banco de España, pp. 61 y 62.

³⁸ El Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio, por el que se aprobó el reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de IIC, habilitó a la CNMV para concretar y desarrollar el régimen de comunicación, el contenido de las obligaciones de información, la forma de remisión de la información (que podrá ser electrónica) y los plazos de comunicación en relación con las modificaciones que se produzcan en las condiciones de autorización tanto de las ESI como de las SGIIC.

³⁹ Se considera que ostentan cargos de dirección los directores generales y quienes desarrollen en la entidad funciones de alta dirección bajo la dependencia directa de su órgano de administración o de comisiones ejecutivas o consejeros delegados.

entre otros aspectos, el cumplimiento de los requisitos de honorabilidad, de conocimientos y experiencia exigidos en la normativa.

COMPOSICIÓN DE LA ESTRUCTURA ACCIONARIAL

Las ESI y las SGIIC comunicarán a la CNMV cualquier transmisión de acciones que formen parte de su capital en el plazo de siete días hábiles desde la fecha en que tuvieran conocimiento de aquellas, informando de la composición final de su accionariado. Anualmente, remitirán la relación de todos sus accionistas directos, así como, en su caso, las personas que, situadas al final de la cadena de participaciones, ostenten el control de la entidad.

Por su parte, las personas físicas o jurídicas deberán comunicar a la CNMV las participaciones en una ESI o en una SGIIC cuando, por sí sola o actuando de forma concertada con otras, sean iguales o superiores al 5 % de su capital o de los derechos de voto, o bien adquieran una participación significativa (10 % del capital o de los derechos de voto) o incrementen su participación por encima de ciertos umbrales (20 %, 30 %, 50 %), o bien se pueda llegar a su control.

OTROS SUPUESTOS

Las ESI y las SGIIC también comunicarán a la CNMV: 1) la apertura y cierre de sucursales en territorio nacional, indicando domicilio, director, ámbito geográfico de actuación y fecha de apertura o cierre; 2) las modificaciones de las actividades e instrumentos incluidos en los programas de actividades o modificaciones de los estatutos que no requieran autorización de la CNMV para su constancia en el registro; y 3) las relaciones de los agentes de la ESI y las delegaciones de funciones administrativas, de control interno y de la actividad de análisis y selección de inversiones de las SGIIC.

La circular entró en vigor el 11 de marzo.

Unión Europea: cooperación reforzada en el ámbito del impuesto sobre las transacciones financieras

Se ha publicado la *Decisión 2013/52/UE, del Consejo, de 22 de enero* (DOUE del 25), por la que se autoriza una cooperación reforzada en el ámbito del impuesto sobre las transacciones financieras (ITF).

Concretamente, se autoriza a 11 Estados miembros (Bélgica, Alemania, Estonia, Grecia, España, Francia, Italia, Austria, Portugal, Eslovenia y Eslovaquia) a instaurar entre sí una cooperación reforzada en el ámbito del establecimiento de un sistema común del ITF.

Conforme a los objetivos enunciados por la decisión, la iniciativa pretende garantizar que el sector financiero contribuya a financiar los costes generados por la crisis; disuadir a las entidades financieras de emprender actividades que conlleven un riesgo excesivo; completar las medidas reglamentarias destinadas a evitar crisis futuras, y generar ingresos suplementarios destinados a los presupuestos generales o a políticas específicas.

Asimismo, la cooperación reforzada debe introducir el marco jurídico necesario para el establecimiento de un sistema común del ITF en los Estados miembros que participen en ella, y también garantizar que las características fundamentales del impuesto estén armonizadas.

La decisión entró en vigor el 22 de enero.

Gestores de fondos de inversión alternativos: desarrollo de la normativa

Se ha publicado el *Reglamento Delegado 231/2013, de la Comisión, de 19 de diciembre de 2012* (DOUE del 22 de marzo), por el que se complementa la Directiva 2011/61/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2011⁴⁰, relativa a los gestores

⁴⁰ Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 2011», *Boletín Económico*, octubre de 2011, Banco de España, pp. 175-179.

de fondos de inversión alternativos (GFIA)⁴¹, en lo referente a las exenciones, las condiciones generales de ejercicio de la actividad, los depositarios, el apalancamiento, la transparencia y la supervisión.

Haciendo uso de las facultades otorgadas por la Directiva 2011/61/UE a la Comisión, el reglamento delegado desarrolla ciertas normas de aquella relativas, entre otros aspectos, al cálculo del valor de los activos, el apalancamiento, las condiciones de ejercicio de la actividad de los GFIA, incluidas la gestión del riesgo y la liquidez, la valoración y la delegación, normas que detallan las funciones y los deberes de los depositarios de fondos de inversión alternativos (FIA), y normas sobre transparencia y requisitos específicamente aplicables a terceros países.

A continuación se hace un breve comentario de los aspectos más relevantes.

VALORACIÓN DE LOS ACTIVOS GESTIONADOS POR LOS GFIA

Se establecen las normas para el cálculo del valor total de los activos gestionados por los GFIA para determinar si se sobrepasan los umbrales establecidos por la Directiva 2011/61/UE. A este respecto, la directiva establecía un régimen especial menos estricto para aquellos GFIA que gestionaran carteras de FIA en relación con los cuales el total de activos gestionados no sobrepasara los siguientes umbrales: cuando el valor agregado de los FIA gestionados fuera inferior a 100 millones de euros, o inferior a 500 millones de euros si gestionaban exclusivamente FIA no apalancados⁴² y no concedían a los inversores derechos de reembolso durante un período de cinco años desde la fecha de inversión inicial.

CÁLCULO DEL APALANCAMIENTO DE LOS FIA

Se establecen las disposiciones generales para el cálculo del apalancamiento de un FIA, que se expresará como la ratio entre la exposición del FIA y el valor de su patrimonio neto. La exposición de los FIA se obtendrá con arreglo al método bruto y al método del compromiso, que se detallan ampliamente en el reglamento delegado.

CONDICIONES DEL EJERCICIO DE LA ACTIVIDAD

Se especifican los criterios que las autoridades competentes deben aplicar para evaluar el cumplimiento de las condiciones del ejercicio de la actividad de los GFIA fijadas en la Directiva 2011/61/UE; entre ellos: 1) la aplicación de políticas y procedimientos de diligencia debida, especialmente al invertir en activos de liquidez limitada; 2) el establecimiento de medidas efectivas a fin de garantizar que las decisiones de inversión se lleven a efecto de acuerdo con los objetivos, la estrategia de inversión y, en su caso, la limitación de riesgos; 3) la diligencia debida en la selección y designación de contrapartes e intermediarios principales; 4) una actuación honesta, con lealtad y con la competencia debida, observando, en todo momento, el mejor interés de los FIA y/o de sus inversores; 5) la aplicación de procedimientos y medidas adecuadas para que las órdenes por cuenta de los FIA se ejecuten rápida y equitativamente, y 6) cuantas medidas sean razonables para obtener en beneficio de los FIA y/o de los inversores de estos el mejor resultado posible en la transmisión de órdenes de negociación por cuenta de los FIA.

CONFLICTOS DE INTERESES

Se especifican los tipos de conflictos de intereses que pueden surgir en el ejercicio de la gestión de un FIA. En particular, cuando: 1) exista la posibilidad de obtener un beneficio financiero o evitar una pérdida financiera, o cuando se ofrezcan incentivos financieros

⁴¹ Los fondos de inversión alternativos (FIA o *hedge funds*) fueron incorporados en nuestro ordenamiento jurídico con la denominación de «fondos de inversión libre», regulados por la Ley 35/2003, desarrollada a su vez por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, por el que se aprueba el reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva.

⁴² La directiva define el apalancamiento como cualquier método a través del cual el GFIA aumente la exposición al riesgo de un FIA que gestione, ya sea tomando en préstamo efectivo o valores, a través del apalancamiento implícito en las posiciones en derivados o por cualquier otro medio.

o de otro tipo a expensas del FIA o de sus inversores; 2) reciban incentivos financieros o de otro tipo para favorecer los intereses de un cliente o grupo de clientes o de otro FIA sobre los intereses del FIA, o los intereses de un inversor sobre los de otro inversor o grupo de inversores del mismo FIA, o 3) realicen las mismas actividades para el FIA y para otro FIA, un organismo de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM) u otro cliente.

El GFIA establecerá una política de conflictos de intereses que incluya los procedimientos y medidas de prevención que deban aplicarse en estas situaciones, o en aquellas en las que las actividades que desarrolle pueden menoscabar los intereses de los FIA o de sus inversores. Abarcará no solo las actividades propias del GFIA, sino también las realizadas por delegados, subdelegados, valoradores externos o contrapartes.

SISTEMAS DE GESTIÓN DEL RIESGO

Se determinan las políticas de gestión del riesgo de los GFIA que les permitan identificar todos los riesgos relevantes a los que estén o pueden estar expuestos los FIA por ellos gestionados; en particular, para poder evaluar la exposición de cada uno de los FIA por ellos gestionados a los riesgos de mercado, de crédito, de liquidez, de contraparte, y riesgos operativos. Dichas políticas se revisarán periódicamente, y, como mínimo, una vez al año.

GESTIÓN DE LA LIQUIDEZ

Se determinan los sistemas de gestión de liquidez que el GFIA utilizará para cada FIA que gestiona, con exclusión de los fondos cerrados y no apalancados. En particular, deberán garantizar, como mínimo, que el GFIA: 1) mantiene en el FIA un nivel de liquidez adecuado a sus obligaciones subyacentes y basado en una evaluación de la liquidez relativa de los activos del FIA en el mercado; 2) controla el perfil de liquidez de la cartera de activos del FIA, atendiendo a la contribución marginal de aquellos activos que puedan tener un impacto importante sobre la liquidez, y a los pasivos y compromisos significativos, contingentes o no, que el FIA pueda tener en relación con sus obligaciones subyacentes; 3) vigila el planteamiento adoptado por los gestores de otros organismos de inversión colectiva en materia de gestión de la liquidez en los que, en su caso, el FIA invierta; 4) aplica y mantiene mecanismos y procedimientos adecuados de medición de la liquidez que permitan evaluar los riesgos cuantitativos y cualitativos de las posiciones y las inversiones previstas que tengan un impacto importante sobre el perfil de liquidez de la cartera de activos del FIA, y 5) estudia y hace efectivos los instrumentos y mecanismos, incluidas las medidas especiales, que sean necesarios para gestionar el riesgo de liquidez de cada uno de los FIA que gestiona.

POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS DE VALORACIÓN DE LOS ACTIVOS DEL FIA

Se especifican las políticas y procedimientos de valoración que los GFIA aplicarán y mantendrán, en relación con cada uno de los FIA que gestionan, que someterán a revisión y que garantizarán un proceso de valoración sólido, transparente, completo y adecuadamente documentado.

Las políticas y procedimientos de valoración abordarán, como mínimo: 1) la competencia e independencia del personal encargado efectivamente de la valoración de los activos; 2) las estrategias de inversión específicas del FIA y los activos en los que este pueda invertir; 3) los controles aplicables a la selección de datos, fuentes y métodos de valoración; 4) los cauces para la resolución de diferencias en los valores de los activos; 5) la valoración de los posibles ajustes relacionados con la magnitud y liquidez de las posiciones, o con las variaciones en las condiciones del mercado, según proceda; 6) el momento oportuno para el cierre de libros a efectos de valoración, y 7) la frecuencia adecuada de valoración de los activos.

En el supuesto de que el propio GFIA lleve a cabo la valoración, las políticas incluirán una descripción de las garantías de independencia de la tarea de valoración. Dichas garantías comprenderán medidas para impedir o restringir la posibilidad de que alguien influya indebidamente en la forma en que una persona desempeñe sus actividades de valoración.

En caso de que se designe a un valorador externo, las políticas y procedimientos de valoración fijarán un proceso para el intercambio de información entre el GFIA y el valorador, a fin de garantizar que se facilite toda la información necesaria para llevar a cabo la labor de valoración.

En el supuesto de que se utilice un modelo para valorar los activos de un FIA, las políticas y procedimientos de valoración contendrán una explicación y justificación de dicho modelo y sus principales características. Se documentarán adecuadamente los motivos por los cuales se ha elegido el modelo, los datos subyacentes, las hipótesis empleadas en él y el fundamento para su utilización, así como las limitaciones de la valoración basada en el modelo.

Las políticas de valoración preverán una revisión periódica de las políticas y procedimientos, así como de los métodos de valoración. La revisión se efectuará, al menos, una vez al año y antes de que el FIA inicie una nueva estrategia de inversión o adquiera un nuevo tipo de activo que no esté cubierto por la política de valoración actual.

DELEGACIÓN DE LAS FUNCIONES DE LOS GFIA

Se especifican las condiciones que deben cumplir los GFIA que se propongan delegar en terceros el ejercicio de una o varias de sus funciones. Las obligaciones de los GFIA frente a los FIA y a sus inversores no se verán alteradas como consecuencia de la delegación. Asimismo, los GFIA supervisarán las funciones delegadas, gestionarán los riesgos derivados de la delegación, y velarán por que el delegado desempeñe sus funciones con eficacia y de conformidad con las disposiciones legales y los requisitos reglamentarios aplicables. También establecerán los métodos y procedimientos necesarios para evaluar de forma permanente los servicios prestados por el delegado⁴³.

Si la delegación se refiere a la gestión de carteras o a la gestión del riesgo, solo podrá otorgarse a empresas que estén autorizadas para gestionar activos o que hayan sido registradas con dicha finalidad y que estén sujetas a supervisión prudencial (como ESI, entidades de crédito o GFIA externos autorizados). Cuando se otorgue a una empresa de un tercer país, debe garantizarse la cooperación entre las autoridades competentes del Estado miembro de origen de los GFIA y la autoridad supervisora de la empresa de que se trate.

Asimismo, se especifican las condiciones para la subdelegación a un tercero de cualquiera de las funciones que se hayan delegado, que, en cualquier caso, se hará efectiva cuando el GFIA otorgue su consentimiento por escrito. Finalmente, se detallan las situaciones en las que los GFIA han delegado sus funciones hasta el punto de que, en esencia, han pasado a constituirse en una entidad ficticia y han dejado de ser gestores de los FIA.

DEPOSITARIO

Según la Directiva 2011/61/UE, los GFIA se asegurarán de que, para cada FIA que gestionan, se designe a un único depositario, concretándose en esta norma las estipulaciones del

⁴³ El delegado dispondrá de suficientes recursos y efectivos que posean las competencias, los conocimientos y la experiencia necesarios para desempeñar adecuadamente las tareas que le sean delegadas, y contará con una estructura organizativa apropiada para apoyar el desempeño de las tareas delegadas.

contrato que los GFIA deberán formalizar por escrito, como la descripción de los servicios que prestará el depositario y de los procedimientos que deberán adoptarse con respecto a los tipos de activo en el que pueda invertir cada uno de los FIA, y que se confiarán seguidamente al depositario, así como una descripción de la forma en que desempeñarán la función de custodia y vigilancia, dependiendo de los tipos de activos y las regiones geográficas en los que los FIA tengan previsto invertir.

En el caso de los depositarios situados en terceros países, se establecen los criterios para poder evaluar que están sujetos a autorización y a supervisión prudencial permanente por una autoridad competente con recursos suficientes para cumplir su cometido, y que tenga similares efectos a los de disposiciones previstas en el derecho de la Unión Europea.

Asimismo, se desarrollan ampliamente las funciones y las obligaciones del depositario. En caso de delegar en terceros algunas de las funciones permitidas por la Directiva 2011/61/UE (concretamente, las funciones de custodia), el depositario implantará y aplicará procedimientos adecuados y documentados de diligencia debida para la selección y la supervisión permanente del delegado. Asimismo, deberá asegurarse de que los instrumentos financieros confiados al delegado disfrutaran de un adecuado nivel de protección. Dichos procedimientos se revisarán periódicamente (como mínimo, una vez al año) y se comunicarán, previa solicitud, a las autoridades competentes.

REQUISITOS DE TRANSPARENCIA

En relación con los requisitos de transparencia de los GFIA, el reglamento delegado: 1) especifica el contenido y el formato del informe anual que los GFIA elaborarán para cada uno de los FIA que gestionan y/o comercializan en la Unión Europea; 2) desarrolla las obligaciones de información periódica a los inversores, incluida la información que se comunicará con regularidad a los inversores en caso de que los GFIA recurran al apalancamiento; 3) concreta las obligaciones de información periódica a las autoridades competentes de su Estado miembro de origen, reseñando en especial cuando los GFIA recurran de forma sustancial al apalancamiento.

OTRAS DISPOSICIONES

Se establecen los requisitos generales de los acuerdos de cooperación y las relaciones con terceros países, que cubrirán todas las situaciones posibles, teniendo en cuenta la ubicación de los GFIA y de los FIA, así como la actividad de aquellos.

Finalmente, se concreta el contenido mínimo de la información de intercambio con las autoridades competentes de los demás Estados miembros, así como con la Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM) y la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS), referente a las posibles consecuencias sistémicas de la actividad de los GFIA.

El reglamento delegado entró en vigor el 11 de abril, y será aplicable a partir del 22 de julio.

Reglamentos comunitarios relativos a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones

Se han publicado varios reglamentos delegados de la Comisión Europea que completan la normativa relativa a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones, recogida en el Reglamento 648/2012, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de julio⁴⁴.

A continuación se hace un resumen sucinto de dichas disposiciones.

⁴⁴ Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 2012», *Boletín Económico*, octubre de 2012, Banco de España, pp. 197-201.

NORMAS TÉCNICAS RELATIVAS A LOS ACUERDOS DE COMPENSACIÓN INDIRECTA, A LA REDUCCIÓN DE RIESGO PARA LOS CONTRATOS DE DERIVADOS EXTRABURSÁTILES NO COMPENSADOS POR UNA ENTIDAD DE CONTRAPARTIDA CENTRAL, Y OTRAS NORMAS

El Reglamento Delegado 149/2013, de la Comisión, de 19 de diciembre de 2012 (DOUE del 23 de febrero), completa el Reglamento 648/2012 en lo que atañe a las normas técnicas de regulación relativas a los acuerdos de compensación indirecta, la obligación de compensación, el registro público, el acceso a la plataforma de negociación, las contrapartes no financieras y las técnicas de reducción del riesgo aplicables a los contratos de derivados extrabursátiles no compensados por una entidad de contrapartida central (ECC).

En relación con los acuerdos de compensación indirecta⁴⁵, se establecen las obligaciones específicas de las ECC, de los miembros compensadores y de los clientes para garantizar la seguridad de estos acuerdos, y que, en caso de incumplimiento, los clientes indirectos puedan beneficiarse de un nivel de protección equivalente al de los clientes directos. Todas las partes de un acuerdo de compensación indirecta procurarán detectar, vigilar y gestionar de forma rutinaria los posibles riesgos significativos derivados del acuerdo.

Los miembros compensadores deberán utilizar la información facilitada por los clientes únicamente con fines de gestión de riesgos y evitar el uso inadecuado de información delicada a efectos comerciales.

Respecto a los contratos de derivados extrabursátiles no compensados por una ECC, deberán aplicarse determinadas técnicas de reducción del riesgo; entre otras, las siguientes: 1) la confirmación oportuna⁴⁶; 2) la conciliación de carteras⁴⁷, y 3) la comprensión de carteras, con el fin de reducir su riesgo de crédito de contraparte y proceder a dicho ejercicio.

NORMAS TÉCNICAS SOBRE LA SOLICITUD DE INSCRIPCIÓN COMO REGISTRO DE OPERACIONES

El Reglamento Delegado 150/2013, de la Comisión, de 19 de diciembre de 2012 (DOUE del 23 de febrero), completa el Reglamento 648/2012 en lo concerniente a las normas técnicas sobre las solicitudes de inscripción como registros de operaciones⁴⁸.

En concreto, las personas jurídicas que soliciten ser inscritas como registro de operaciones deberán aportar a la AEVM determinada documentación, que se detalla ampliamente en el reglamento. En particular, remitirán información sobre la estructura de sus controles internos y la independencia de sus órganos de dirección, a fin de que la AEVM pueda evaluar si la gobernanza empresarial garantiza la independencia del registro de operaciones, y si dicha estructura y sus procedimientos de rendición de cuentas son los adecuados.

NORMAS TÉCNICAS SOBRE LA PUBLICACIÓN DE LOS DATOS DE LOS REGISTROS DE OPERACIONES

El Reglamento Delegado 151/2013, de la Comisión, de 19 de diciembre de 2012 (DOUE del 23 de febrero), completa el Reglamento 648/2012 en lo que respecta a las normas

⁴⁵ Los acuerdos de compensación indirecta son relaciones contractuales entre la ECC, el miembro compensador y el cliente de un miembro compensador, en las que se permite que este último preste servicios de compensación a un cliente indirecto (es decir, cliente de un cliente de un miembro compensador).

⁴⁶ La confirmación oportuna exige que las contrapartes confirmen las condiciones de sus operaciones tan pronto como sea posible después de su ejecución, especialmente cuando la operación se ejecute o se procese electrónicamente.

⁴⁷ La conciliación de carteras deberá permitir a cada contraparte llevar a cabo un análisis exhaustivo de la cartera de operaciones desde el punto de vista de su contraparte, con objeto de identificar rápidamente cualquier interpretación errónea de las condiciones esenciales de las operaciones. Estas condiciones deberán incluir la valoración de cada operación y, en su caso, permitir la inclusión de otros datos pertinentes, como la fecha efectiva, la fecha de vencimiento prevista, las fechas de pago o liquidación, el valor nominal del contrato y la divisa de la operación, el instrumento subyacente, la posición de las contrapartes, la convención sobre días hábiles y cualquier tipo fijo o variable pertinente del contrato de derivados extrabursátiles.

⁴⁸ Los registros de operaciones son personas jurídicas establecidas en la Unión Europea que recopilan y conservan de forma centralizada las inscripciones de derivados. Las contrapartes y las ECC velarán para que los datos de todo contrato de derivados que hayan celebrado y de toda modificación o resolución de aquel se notifiquen al registro de operaciones.

técnicas sobre los datos que los registros de operaciones han de publicar y mantener disponibles, así como las normas operativas para la agregación y comparación de los datos y el acceso a ellos.

En concreto, los registros de operaciones permitirán el acceso a los datos de sus operaciones; entre otros, a determinados organismos supervisores, como: 1) la AEVM a efectos del ejercicio de sus competencias en materia de supervisión; 2) la JERS y los miembros pertinentes del SEBC para el acceso a los datos de las operaciones relativos a todas las contrapartes situadas en su respectivo territorio, y todos los contratos de derivados cuya entidad de referencia esté radicada en su respectivo territorio o cuya obligación de referencia sea deuda soberana de dicho territorio, y 3) las autoridades de terceros países que hayan celebrado un acuerdo internacional con la Unión Europea o un acuerdo de cooperación con la AEVM.

REQUISITOS DE CAPITAL DE LAS ECC

El *Reglamento Delegado 152/2013, de la Comisión, de 19 de diciembre de 2012* (DOUE del 23 de febrero), completa el Reglamento 648/2012 en lo relativo a los requisitos de capital de las ECC.

Las ECC dispondrán de un capital inicial permanente y disponible, incluidas las ganancias acumuladas y las reservas de, al menos, 7,5 millones de euros, si bien deberá ser en todo momento, como mínimo, igual a la suma de las exigencias de capital para cubrir los siguientes riesgos: 1) liquidación o reestructuración de sus actividades⁴⁹; 2) riesgos operativos y jurídicos⁵⁰; 3) riesgos de crédito, de contraparte y de mercado⁵¹, y 4) riesgo empresarial⁵².

Si el capital que posee una ECC fuera inferior al 110 % de los requisitos de capital o al 110 % de 7,5 millones euros («umbral de notificación»), la ECC lo notificará inmediatamente a la autoridad competente y la mantendrá informada, al menos, una vez a la semana hasta que su capital vuelva a situarse por encima del umbral de notificación.

NORMAS TÉCNICAS SOBRE LOS REQUISITOS QUE DEBEN CUMPLIR LAS ECC

El *Reglamento Delegado 153/2013, de la Comisión, de 19 de diciembre de 2012* (DOUE del 23 de febrero), completa el Reglamento 648/2012 en relación con los requisitos que deben cumplir las ECC para ejercer su actividad. Entre ellos, los siguientes:

- 1) Requisitos de organización, que abarcan diferentes aspectos, como: 1) un adecuado sistema de gobernanza⁵³; 2) una política de remuneración que deberá ser acorde con una gestión de riesgos prudente; 3) mecanismos de gestión de riesgos y de control interno, así como una política y unos procedimientos

49 Para su cálculo, las ECC dividirán entre doce sus gastos operativos brutos anuales, con el fin de determinar sus gastos operativos brutos mensuales, y multiplicarán el resultado por el plazo de liquidación o reestructuración de sus actividades, que será como mínimo de seis meses. El resultado de este cálculo será el capital requerido para garantizar una liquidación o reestructuración ordenadas de las actividades de la ECC.

50 Para su cálculo, usarán el método del indicador básico o los métodos de medición avanzada previstos en la Directiva 2006/48/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio.

51 Para su cálculo, las ECC deberán sumar el 8 % del importe ponderado de sus exposiciones correspondientes al riesgo de crédito y al riesgo de contraparte, junto con sus requisitos de capital por riesgo de mercado, calculados de conformidad con las directivas 2006/48/CE y 2006/49/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio.

52 Los requisitos de capital por riesgo empresarial corresponderán a una estimación del capital necesario para cubrir las pérdidas derivadas del riesgo empresarial sobre la base de escenarios adversos razonablemente previsibles, previamente aprobados por la autoridad competente. Como mínimo, serán equivalentes al 25 % de sus gastos operativos brutos anuales.

53 El sistema de gobernanza definirá la estructura organizativa de las ECC, así como las políticas, los procedimientos y los procesos, con arreglo a los cuales actuarán el consejo y la alta dirección.

adecuados para detectar los posibles riesgos; 4) la existencia de una auditoría interna separada e independiente de las demás funciones y actividades, y 5) sistemas informáticos fiables y seguros, que puedan procesar la información necesaria para que las ECC realicen sus actividades y operaciones de forma segura y eficiente.

- 2) Requisitos en materia de conservación de la información que las ECC deberán conservar en un soporte duradero que permita facilitarla a las autoridades competentes, a la AEVM y a los miembros pertinentes del SEBC. En particular, deberán conservar: 1) los registros de las operaciones correspondientes a todos los contratos que compensen; 2) los registros de las posiciones mantenidas por cada miembro compensador, y 3) los registros de las actividades relacionadas con su negocio y su organización interna.
- 3) Requisitos en materia de continuidad de la actividad, que determinarán todas las funciones empresariales esenciales e incluirán la estrategia y los objetivos fijados por la ECC para garantizar la continuidad de dichas funciones y sistemas⁵⁴. Junto con este requisito se exige un plan de recuperación en caso de catástrofe, que contendrá disposiciones claramente definidas y documentadas a las que se recurrirá en caso de emergencia, catástrofe o crisis que afecten a la continuidad de la actividad, y que estarán destinadas a garantizar un nivel mínimo de servicio de las funciones esenciales.
- 4) Requisitos prudenciales, tales como los referentes a los márgenes⁵⁵, el fondo de garantía frente a incumplimientos, los controles del riesgo de liquidez, la prelación de las garantías en caso de incumplimiento, las garantías reales, la política de inversión, la revisión de modelos, las pruebas de resistencia y las pruebas retrospectivas.

Por último, se regula la información que deben proporcionar a la AEVM para el reconocimiento de las ECC establecidas en un tercer país, a fin de valorar si cumplen los requisitos prudenciales aplicables en ese tercer país. Por su parte, la Comisión garantizará, mediante la determinación de equivalencia, que las disposiciones legales y reglamentarias del tercer país son equivalentes a todas y cada una de las disposiciones establecidas en el derecho comunitario, en especial en el Reglamento 648/2012 y en este reglamento.

Los reglamentos delegados entraron en vigor el 15 de marzo.

⁵⁴ También tendrá en cuenta los vínculos externos y las interdependencias existentes dentro de la infraestructura financiera, incluidas las plataformas de negociación (de cuya compensación se encarga la ECC), los sistemas de pago y de liquidación de valores y las entidades de crédito utilizadas por la ECC o una ECC vinculada.

⁵⁵ Las ECC informarán a la autoridad competente y a sus miembros compensadores sobre los criterios que hayan tenido en cuenta para determinar el porcentaje aplicado al cálculo de los márgenes en relación con cada categoría de instrumentos financieros.

ÍNDICE

Estos indicadores económicos están permanentemente actualizados en la página del Banco de España en la Red (<http://www.bde.es/webbde/es>). La fecha de actualización de los indicadores que tienen como fuente el Banco de España [los señalados con (BE) en este índice] se publica en un calendario que se difunde en el área de Estadísticas (<http://www.bde.es/webbde/es/estadis/caldif.html>).

PRINCIPALES MACROMAGNITUDES

- 1.1 PIB. Índices de volumen encadenados, referencia año 2008 = 100.
Componentes de la demanda. España y zona del euro 4*
- 1.2 PIB. Índices de volumen encadenados, referencia año 2008 = 100.
Componentes de la demanda. España: detalle 5*
- 1.3 PIB. Índices de volumen encadenados, referencia año 2008 = 100.
Ramas de actividad. España 6*
- 1.4 PIB. Deflatores implícitos. España 7*

ECONOMÍA INTERNACIONAL

- 2.1 PIB a precios constantes. Comparación internacional 8*
- 2.2 Tasas de paro. Comparación internacional 9*
- 2.3 Precios de consumo. Comparación internacional 10*
- 2.4 Tipos de cambio bilaterales e índices del tipo de cambio efectivo nominal y real del euro, del dólar estadounidense y del yen japonés 11*
- 2.5 Tipos de intervención de los bancos centrales y tipos de interés a corto plazo en mercados nacionales 12*
- 2.6 Rendimientos de la deuda pública a diez años en mercados nacionales 13*
- 2.7 Mercados internacionales. Índice de precios de materias primas no energéticas. Precios del petróleo y del oro 14*

Demanda nacional y actividad

- 3.1 Indicadores de consumo privado. España y zona del euro 15*
- 3.2 Encuesta de inversiones en la industria (excepto construcción).
España 16*
- 3.3 Construcción. Indicadores de obras iniciadas y consumo de cemento.
España 17*
- 3.4 Índice de producción industrial. España y zona del euro 18*
- 3.5 Encuesta de coyuntura industrial: industria y construcción. España y zona del euro 19*
- 3.6 Encuesta de coyuntura industrial: utilización de la capacidad productiva.
España y zona del euro 20*
- 3.7 Diversas estadísticas de turismo y transporte. España 21*

MERCADO DE TRABAJO

- 4.1 Población activa. España 22*
- 4.2 Ocupados y asalariados. España y zona del euro 23*
- 4.3 Empleo por ramas de actividad. España 24*
- 4.4 Asalariados por tipo de contrato y parados por duración. España 25*
- 4.5 Paro registrado por ramas de actividad. Contratos y colocaciones.
España 26*
- 4.6 Convenios colectivos. España 27*
- 4.7 Encuesta trimestral de coste laboral 28*
- 4.8 Costes laborales unitarios. España y zona del euro 29*

PRECIOS	5.1	Índice de precios de consumo. España. Base 2006=100	30*
	5.2	Índice armonizado de precios de consumo. España y zona del euro. Base 2005=100	31*
	5.3	Índice de precios industriales. España y zona del euro. Base 2005=100	32*
	5.4	Índices del valor unitario del comercio exterior de España	33*
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS	6.1	Estado. Recursos y empleos según Contabilidad Nacional. España	34*
	6.2	Estado. Operaciones financieras. España ¹	35*
	6.3	Estado. Pasivos en circulación. España ¹	36*
BALANZA DE PAGOS, COMERCIO EXTERIOR Y POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL	7.1	Balanza de Pagos de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Resumen y detalle de la cuenta corriente ¹ (BE)	37*
	7.2	Balanza de Pagos de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Detalle de la cuenta financiera (BE)	38*
	7.3	Comercio exterior de España frente a otros miembros de la zona del euro y al resto del mundo. Exportaciones y expediciones	39*
	7.4	Comercio exterior de España frente a otros miembros de la zona del euro y al resto del mundo. Importaciones e introducciones	40*
	7.5	Comercio exterior de España frente a otros miembros de la zona del euro y al resto del mundo. Distribución geográfica del saldo comercial	41*
	7.6	Posición de inversión internacional de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Resumen ¹ (BE)	42*
	7.7	Posición de inversión internacional de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Detalle de inversiones ¹ (BE)	43*
	7.8	Activos de reserva de España ¹ (BE)	44*
	7.9	Deuda externa de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Resumen ¹ (BE)	45*
MAGNITUDES FINANCIERAS	8.1	Balance del Eurosistema (A) y Balance del Banco de España (B). Préstamo neto a las entidades de crédito y sus contrapartidas (BE)	46*
	8.2	Medios de pago, otros pasivos de entidades de crédito y participaciones en fondos de inversión de las sociedades no financieras y los hogares e ISFLSH, residentes en España (BE)	47*
	8.3	Medios de pago, otros pasivos de entidades de crédito y participaciones en fondos de inversión de las sociedades no financieras, residentes en España (BE)	48*
	8.4	Medios de pago, otros pasivos de entidades de crédito y participaciones en fondos de inversión de los hogares e ISFLSH, residentes en España (BE)	49*
	8.5	Financiación a los sectores no financieros, residentes en España (BE)	50*
	8.6	Financiación a las sociedades no financieras, residentes en España (BE)	51*
	8.7	Financiación a los hogares e ISFLSH, residentes en España (BE)	52*
	8.8	Financiación bruta a las Administraciones Públicas, residentes en España (BE)	53*
	8.9	Crédito de entidades de crédito a otros sectores residentes. Detalle por finalidades (BE)	54*
	8.10	Cuenta de resultados de bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito, residentes en España (BE)	55*

1 Normas especiales de Distribución de Datos del FMI (NEDD).

TIPOS DE INTERÉS E ÍNDICES
DE COMPETITIVIDAD

- 8.11 Fondos de inversión en valores mobiliarios, residentes en España: detalle por vocación 56*
- 8.12 Índices de cotización de acciones y contratación de mercados. España y zona del euro 57*
- 9.1 Tipos de interés: Eurosistema y mercado de dinero. Zona del euro y segmento español (BE) 58*
- 9.2 Tipos de interés: mercados de valores españoles a corto y a largo plazo¹ (BE) 59*
- 9.3 Tipos de interés de nuevas operaciones. Entidades de crédito. (CBE 4/2002)¹ (BE) 60*
- 9.4 Índices de competitividad de España frente a la UE 27 y a la zona del euro 61*
- 9.5 Índices de competitividad de España frente a los países desarrollados y a los países industrializados 62*

1 Normas especiales de Distribución de Datos del FMI (NEDD).

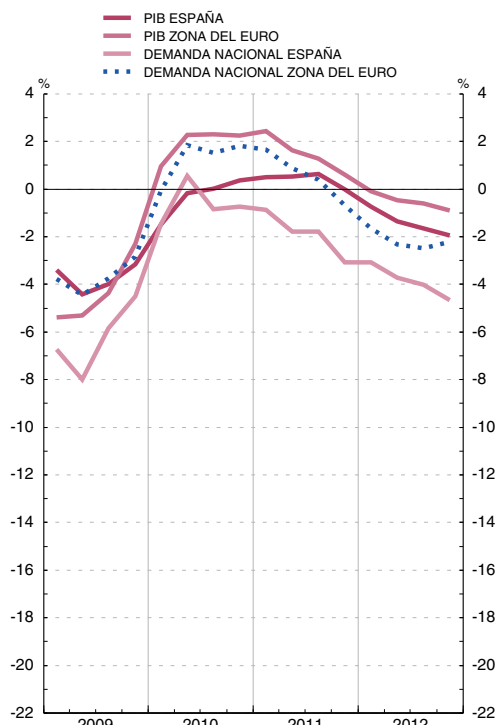
1.1. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2008=100. COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

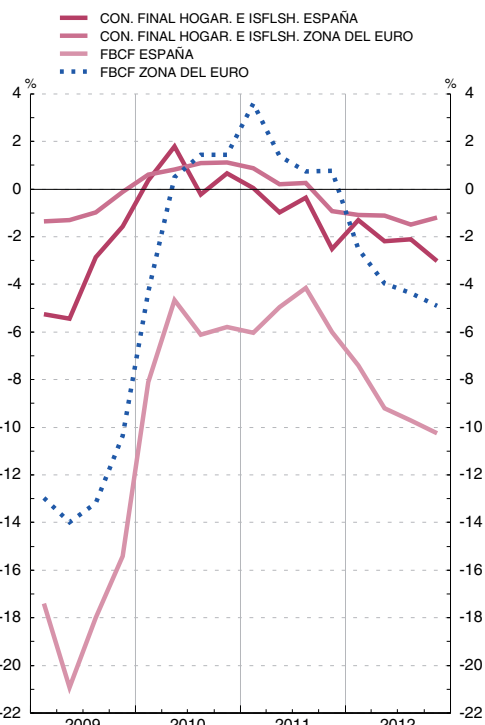
Tasas de variación interanual

		PIB		Consumo final de los hogares y de las ISFLSH		Consumo final de las AAPP		Formación bruta de capital fijo		Demanda nacional		Exportaciones de bienes y servicios		Importaciones de bienes y servicios		Pro memoria: PIB pm precios corrientes (g)	
		España	Zona del euro	España (b)	Zona del euro (c)	España	Zona del euro (d)	España	Zona del euro	España (e)	Zona del euro	España	Zona del euro (f)	España	Zona del euro (f)	España	Zona del euro
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
10	P	-0,3	2,0	0,7	0,9	1,5	0,7	-6,2	-0,2	-0,6	1,3	11,3	11,0	9,2	9,5	1 049	9 169
11	P	0,4	1,5	-0,9	0,1	-0,5	-0,1	-5,3	1,6	-1,9	0,6	7,6	6,5	-0,9	4,4	1 063	9 418
12	P	-1,4	-0,5	-2,2	-1,2	-3,7	-0,1	-9,1	-3,9	-3,9	-2,2	3,1	2,9	-5,0	-0,9	1 051	9 487
10 /	P	-1,5	1,0	0,4	0,6	1,0	1,4	-8,1	-4,3	-1,5	-0,1	9,5	7,4	8,5	4,7	261	2 260
II	P	-0,2	2,3	1,8	0,8	2,2	0,9	-4,7	0,5	0,5	1,9	12,5	12,9	14,6	12,0	262	2 289
III	P	0,0	2,3	-0,2	1,1	2,5	0,6	-6,1	1,4	-0,9	1,5	10,6	12,1	6,6	10,3	262	2 305
IV	P	0,4	2,3	0,7	1,1	0,3	-0,1	-5,8	1,4	-0,7	1,8	12,4	11,7	7,5	11,0	264	2 316
11 /	P	0,5	2,4	0,0	0,9	2,2	0,1	-6,0	3,6	-0,9	1,6	10,2	10,5	4,5	8,8	265	2 341
II	P	0,5	1,6	-1,0	0,2	-0,5	0,0	-4,9	1,4	-1,8	0,9	7,1	6,3	-1,6	4,6	266	2 353
III	P	0,6	1,3	-0,4	0,3	-2,7	-0,4	-4,2	0,8	-1,8	0,4	7,6	5,7	-1,2	3,6	266	2 364
IV	P	-0,0	0,6	-2,5	-0,9	-1,1	-0,3	-6,0	0,8	-3,1	-0,7	5,8	3,6	-4,9	0,6	266	2 361
12 /	P	-0,7	-0,1	-1,3	-1,1	-3,8	0,1	-7,4	-2,5	-3,1	-1,7	2,1	2,5	-5,9	-1,1	264	2 368
II	P	-1,4	-0,5	-2,2	-1,1	-2,8	-0,1	-9,2	-3,9	-3,7	-2,3	2,7	3,6	-5,2	-0,7	263	2 371
III	P	-1,6	-0,6	-2,1	-1,5	-4,0	-0,1	-9,7	-4,4	-4,0	-2,5	4,2	3,2	-3,4	-1,0	263	2 380
IV	P	-1,9	-0,9	-3,0	-1,2	-4,1	-0,2	-10,3	-4,9	-4,7	-2,2	3,2	2,2	-5,4	-0,6	261	2 369

PIB Y DEMANDA INTERNA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO
Tasas de variación interanual



COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO
Tasas de variación interanual



FUENTES: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España. Base 2008) y Eurostat.

a. España: elaborado según el SEC95, series corregidas de efectos estacionales y de calendario (véase Boletín Económico de abril 2002); zona del euro: elaborado según el SEC95. b. El gasto en consumo final puede realizarse en el territorio económico o en el resto del mundo (SEC95, 3.75). Luego incluye el consumo de los residentes en el resto del mundo, que, posteriormente, se deduce en la rúbrica Importaciones de bienes y servicios. c. Zona del euro, consumo privado.

d. Zona del euro, consumo público. e. Demanda de los residentes dentro y fuera del territorio económico.

f. Las exportaciones y las importaciones comprenden bienes y servicios, e incluyen los intercambios comerciales transfronterizos dentro de la zona del euro.

g. Miles de millones de euros.

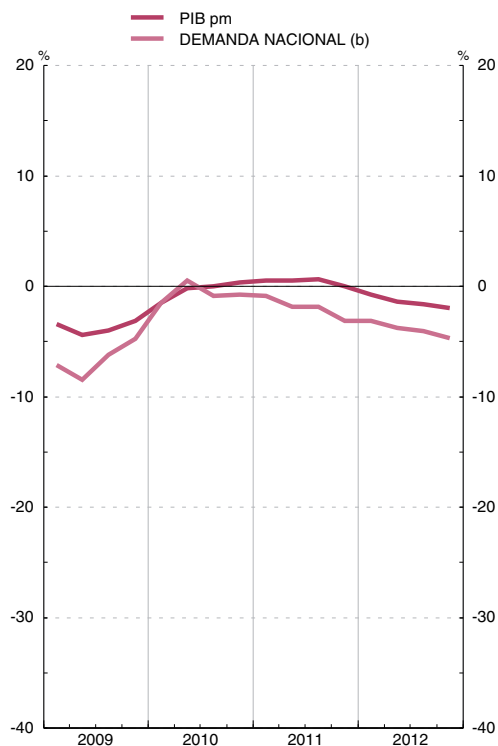
1.2. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2008=100. COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA: DETALLE (a)

■ Serie representada gráficamente.

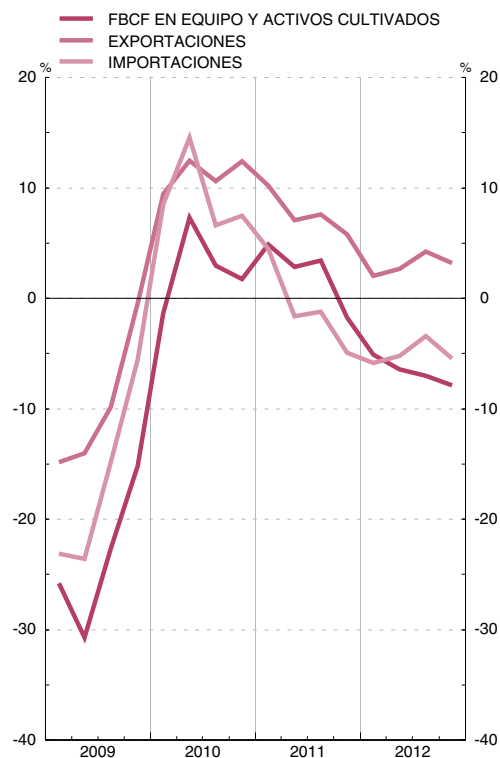
Tasas de variación interanual

		Formación bruta de capital fijo					Variación de existencias (b)	Exportación de bienes y servicios				Importación de bienes y servicios				Pro memoria		
		Total	Activos fijos materiales			Activos fijos inmateriales		Total	Bienes	Servicios	Del cual	Total	Bienes	Servicios	Del cual	Demanda nacional (b) (c)	PIB	
			Total	Construcción	Bienes de equipo y activos cultivados													Consumo final de no residentes en territorio económico
10	P	-6,2	-6,7	-9,8	2,6	3,5	0,1	11,3	15,1	4,1	2,6	9,2	12,1	0,3	0,4	-0,6	-0,3	
11	P	-5,3	-5,8	-9,0	2,3	3,1	-0,1	7,6	8,5	5,8	6,4	-0,9	-0,7	-1,4	-4,5	-1,9	0,4	
12	P	-9,1	-10,0	-11,5	-6,6	2,6	0,1	3,1	2,9	3,4	-1,1	-5,0	-5,5	-3,0	-7,4	-3,9	-1,4	
10 /	P	-8,1	-8,7	-11,0	-1,3	2,8	0,1	9,5	15,0	-0,3	0,3	8,5	10,6	2,1	-2,1	-1,5	-1,5	
II	P	-4,7	-5,3	-9,3	7,3	6,5	0,2	12,5	16,9	4,3	0,6	14,6	18,2	3,2	1,0	0,6	-0,2	
III	P	-6,1	-6,5	-9,7	3,0	0,9	0,2	10,6	13,2	5,9	5,1	6,6	9,7	-3,2	2,5	-0,9	0,0	
IV	P	-5,8	-6,4	-9,2	1,8	3,8	0,1	12,4	15,4	6,7	4,5	7,5	10,1	-0,9	0,2	-0,7	0,4	
11 /	P	-6,0	-6,7	-10,8	4,9	4,1	0,0	10,2	14,0	2,8	5,5	4,5	6,4	-1,9	-2,6	-0,9	0,5	
II	P	-4,9	-5,4	-8,5	2,9	1,4	-0,1	7,1	8,0	5,2	8,4	-1,6	-1,2	-3,1	-6,0	-1,8	0,5	
III	P	-4,2	-4,7	-8,0	3,5	4,9	-0,1	7,6	8,4	5,9	5,9	-1,2	-1,9	1,3	-5,1	-1,8	0,6	
IV	P	-6,0	-6,6	-8,6	-1,7	2,0	-0,1	5,8	4,2	9,4	5,8	-4,9	-5,8	-2,0	-4,3	-3,1	-0,0	
12 /	P	-7,4	-8,1	-9,5	-5,1	3,4	0,0	2,1	2,1	1,9	-0,7	-5,9	-6,0	-5,5	-8,7	-3,1	-0,7	
II	P	-9,2	-10,0	-11,6	-6,4	2,7	0,0	2,7	2,9	2,2	-1,9	-5,2	-6,3	-1,2	-2,5	-3,8	-1,4	
III	P	-9,7	-10,7	-12,4	-7,0	4,8	0,1	4,2	3,6	5,6	1,1	-3,4	-3,7	-2,3	-8,7	-4,0	-1,6	
IV	P	-10,3	-11,0	-12,3	-7,9	-0,5	0,1	3,2	3,0	3,6	-2,9	-5,4	-6,1	-3,1	-9,7	-4,7	-1,9	

PIB. DEMANDA INTERNA
Tasas de variación interanual



PIB. COMPONENTES DE LA DEMANDA
Tasas de variación interanual



FUENTE: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España. Base 2008).

a. Elaborado según el SEC95, series corregidas de efectos estacionales y de calendario (véase Boletín Económico de abril 2002).

b. Aportación al crecimiento del PIB pm.

c. Demanda de los residentes dentro y fuera del territorio económico.

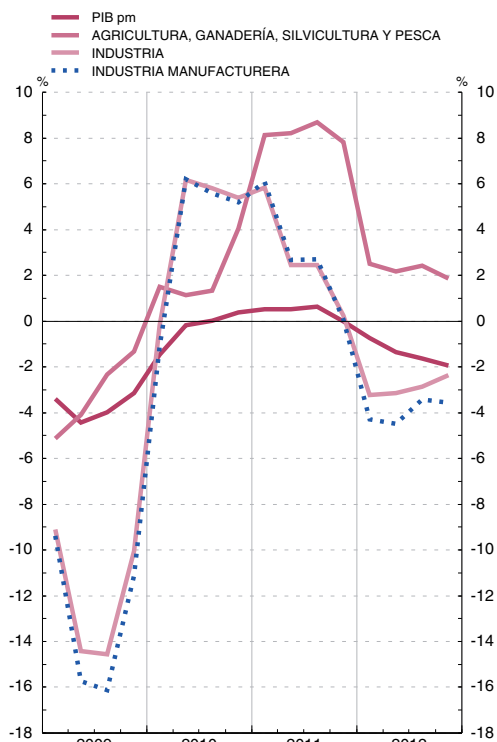
1.3. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2008=100. RAMAS DE ACTIVIDAD. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

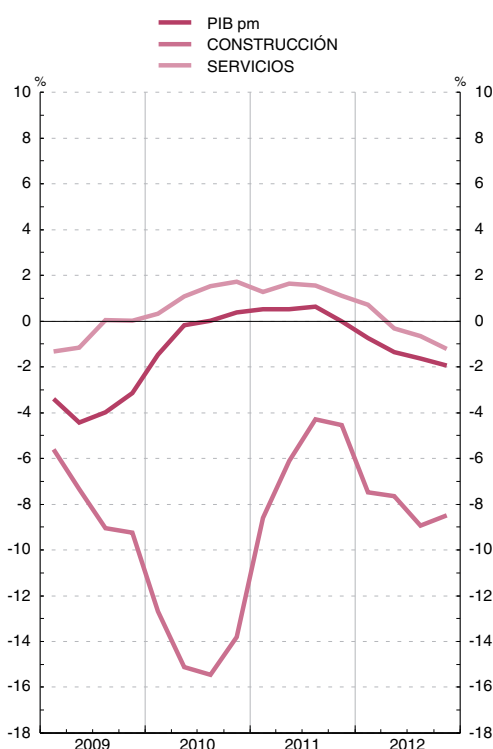
Tasas de variación interanual

		Producto interior bruto a precios de mercado	Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Industria		Construcción	Servicios									Impuestos netos sobre los productos
				Del cual			Total	Comercio, transporte y hostelería	Información y comunicaciones	Actividades financieras y de seguros	Actividades inmobiliarias	Actividades profesionales	Administración Pública, Sanidad y Educación	Actividades de artistas, recreativas y otros servicios		
				Total	Industria manufacturera											
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
10	P	-0,3	2,0	4,3	3,9	-14,3	1,2	1,6	6,5	-3,7	-0,9	-0,2	2,4	0,3	0,1	
11	P	0,4	8,2	2,7	2,9	-5,9	1,4	1,1	3,9	-3,6	2,7	3,2	1,1	1,4	-5,5	
12	P	-1,4	2,2	-2,9	-3,9	-8,1	-0,4	-1,2	1,1	0,1	1,8	-0,7	-0,5	-0,7	-0,3	
10 /	P	-1,5	1,5	-0,2	-1,1	-12,7	0,3	1,1	5,3	-7,3	-1,9	-0,9	1,6	2,1	-1,4	
	II	-0,2	1,1	6,2	6,2	-15,1	1,1	1,8	7,2	-5,5	-0,8	-0,0	1,8	1,6	1,1	
	III	0,0	1,3	5,8	5,6	-15,5	1,5	1,6	7,4	-1,3	-1,1	0,2	3,0	-0,7	0,7	
	IV	0,4	4,1	5,4	5,2	-13,8	1,7	1,8	6,0	-0,2	0,0	-0,1	3,3	-1,6	0,1	
11 /	P	0,5	8,1	5,8	6,1	-8,6	1,3	1,8	4,1	-6,5	2,8	2,9	1,1	-0,3	-4,7	
	II	0,5	8,2	2,4	2,7	-6,1	1,6	2,0	3,6	-4,9	2,3	3,1	1,8	0,1	-5,3	
	III	0,6	8,7	2,5	2,7	-4,3	1,6	1,0	4,3	-3,4	2,9	3,6	1,3	3,1	-6,0	
	IV	-0,0	7,8	0,2	0,1	-4,5	1,1	-0,2	3,7	0,4	2,8	3,4	0,3	2,9	-5,9	
12 /	P	-0,7	2,5	-3,2	-4,3	-7,5	0,7	0,0	1,5	2,7	2,0	-0,1	0,6	1,3	-0,4	
	II	-1,4	2,2	-3,1	-4,5	-7,7	-0,3	-1,5	0,9	2,6	1,8	-1,5	0,2	-1,5	-0,2	
	III	-1,6	2,4	-2,9	-3,4	-8,9	-0,6	-1,1	1,2	-1,2	2,0	-0,4	-1,4	-1,2	-0,2	
	IV	-1,9	1,9	-2,4	-3,6	-8,5	-1,2	-2,1	0,6	-3,4	1,3	-0,8	-1,2	-1,3	-0,5	

PIB. RAMAS DE ACTIVIDAD
Tasas de variación interanual



PIB. RAMAS DE ACTIVIDAD
Tasas de variación interanual



FUENTE: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España. Base 2008).

a. Elaborado según el SEC95, series corregidas de efectos estacionales y de calendario (véase Boletín Económico de abril 2002).

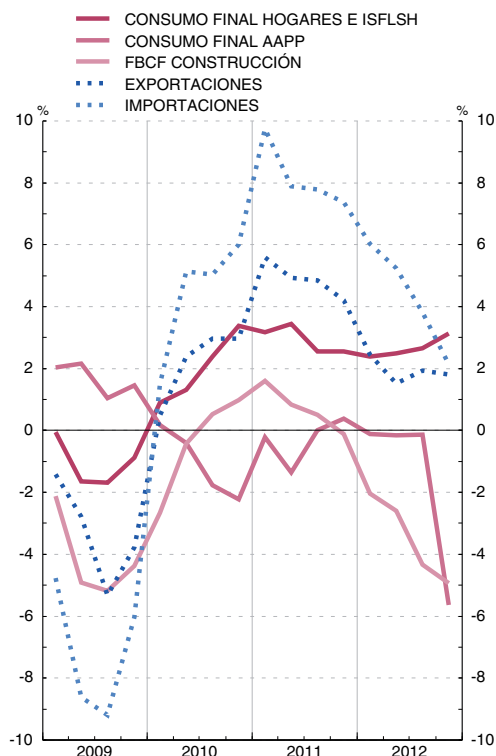
1.4. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. DEFLACTORES IMPLÍCITOS. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

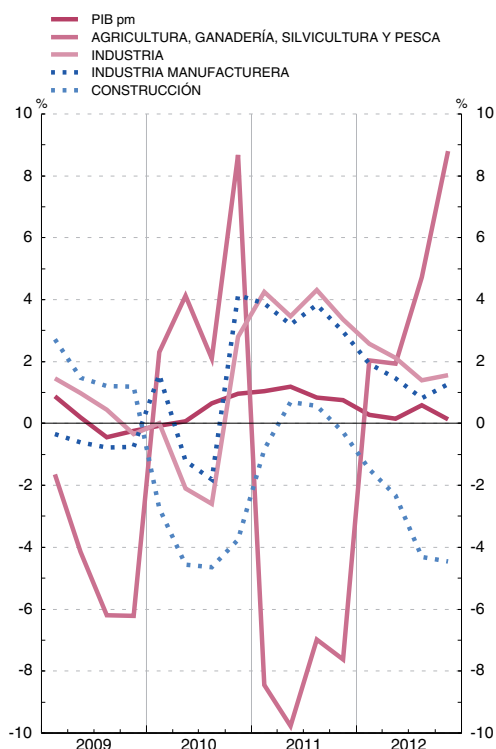
Tasas de variación interanual

		Componentes de la demanda								Produc- to in- terior bruto a precios de mer- cado	Ramas de actividad											
		Consumo final de los hogares y de las ISFLSH (b)	Consumo final de las AAPP	Formación bruta de capital fijo			Exportación de bienes y ser- vicios	Importación de bienes y ser- vicios	Agricultura, ganade- ría, sil- vicultura y pesca		Industria	Construcción	Servicios									
				Total	Activos fijos materiales								Acti- vos fijos inma- teriales	Total	Comer- cio, trans- porte y hoste- lería	Infor- mación y comu- nica- ciones	Acti- vidades finan- cias y de segu- ros	Acti- vidades inmo- biliarias	Acti- vidades profesio- nales	Admi- nistración pública, sa- nidad y edu- cación	Acti- vidades artísticas, recrea- tivas y otros servi- cios	
					Construcción	Bienes de equi- po y activos culti- vados																
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21		
10	P	2,0	-1,1	0,6	-0,5	3,1	2,6	2,2	4,4	0,4	4,2	-0,5	0,7	-3,9	-1,2	0,2	-5,9	-20,2	13,5	-1,4	-1,4	0,6
11	P	2,9	-0,3	1,3	0,7	2,5	1,3	4,9	8,1	1,0	-8,2	3,8	3,4	0,0	0,8	2,4	-1,5	-4,1	4,7	0,3	-0,8	-0,3
12	P	2,6	-1,5	-1,4	-3,4	2,4	0,9	1,9	4,3	0,3	4,4	1,9	1,4	-3,1	0,2	2,9	-3,4	3,0	1,0	0,3	-3,9	2,3
10 / II III IV	P	0,9	0,2	-1,6	-2,7	0,6	2,7	0,5	1,5	-0,1	2,3	0,0	1,6	-2,8	-0,1	-0,0	-5,1	-14,9	14,9	-1,8	1,4	0,7
	P	1,3	-0,4	0,4	-0,4	2,1	2,6	2,4	5,1	0,1	4,1	-2,1	-1,2	-4,6	-2,3	-2,2	-6,1	-22,4	9,9	-2,8	0,1	0,2
	P	2,4	-1,8	1,6	0,5	4,3	2,6	3,0	5,0	0,6	2,1	-2,6	-1,8	-4,6	-2,1	0,0	-6,5	-22,8	11,0	-1,2	-2,8	0,5
	P	3,4	-2,2	2,2	1,0	5,3	2,6	3,0	3,0	6,0	1,0	8,7	2,8	4,1	-3,8	-0,2	2,8	-5,8	-20,4	18,2	0,2	-3,9
11 / II III IV	P	3,2	-0,2	2,4	1,6	4,6	1,1	5,6	9,7	1,0	-8,4	4,2	3,9	-0,8	0,2	2,1	-1,6	-10,1	3,2	1,0	-0,8	-0,2
	P	3,5	-1,3	1,5	0,8	3,1	1,7	4,9	7,9	1,2	-9,8	3,5	3,2	0,7	1,4	3,0	-1,4	-3,2	9,2	1,8	-1,9	-0,4
	P	2,6	-0,0	0,8	0,5	1,6	0,9	4,9	7,8	0,8	-7,0	4,3	3,8	0,6	0,7	2,1	-1,4	-2,7	4,1	-0,9	-0,5	-0,3
	P	2,6	0,4	0,3	-0,1	0,9	1,5	4,2	7,4	0,8	-7,6	3,4	3,0	-0,3	0,9	2,3	-1,6	0,5	2,7	-0,6	-0,1	-0,2
12 / II III IV	P	2,4	-0,1	-0,4	-2,0	3,0	0,7	2,5	6,0	0,3	2,0	2,6	1,9	-1,5	0,8	2,1	-3,1	4,0	0,5	0,3	-0,6	2,2
	P	2,5	-0,2	-1,0	-2,6	2,0	0,9	1,5	5,3	0,1	1,9	2,1	1,5	-2,3	1,1	2,5	-4,0	7,4	1,6	0,1	-1,1	2,0
	P	2,6	-0,1	-2,0	-4,3	2,2	1,0	1,9	3,8	0,6	4,7	1,4	0,8	-4,3	0,7	2,8	-4,6	-0,2	0,8	0,6	-1,0	2,4
	P	3,1	-5,6	-2,3	-4,9	2,2	1,1	1,8	2,1	0,1	8,8	1,6	1,3	-4,5	-1,7	4,1	-2,0	0,9	1,0	0,2	-12,9	2,7

PIB. DEFLACTORES IMPLÍCITOS
Tasas de variación interanual



PIB. DEFLACTORES IMPLÍCITOS
Tasas de variación interanual



FUENTE: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España. Base 2008).

a. Elaborado según el SEC95, series corregidas de efectos estacionales y de calendario (véase Boletín Económico de abril 2002).

b. El gasto en consumo final puede realizarse en el territorio económico o en el resto del mundo (SEC95, 3.75). Luego incluye el consumo de los residentes en el resto del mundo, que, posteriormente, se deduce en la rúbrica Importaciones de bienes y servicios.

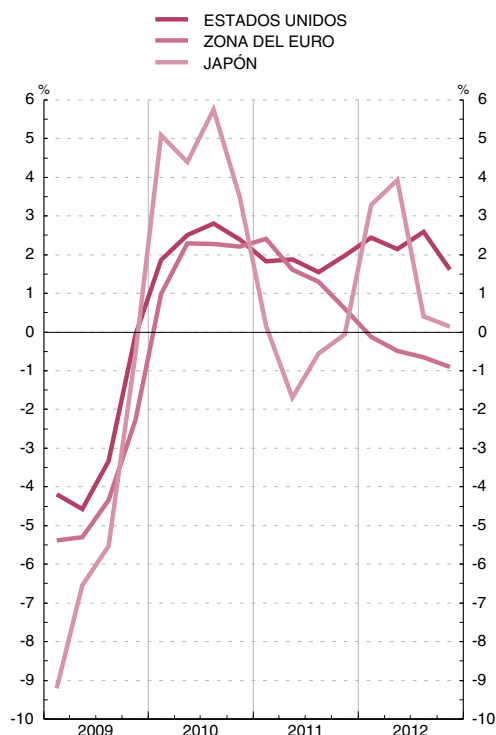
2.1. PRODUCTO INTERIOR BRUTO A PRECIOS CONSTANTES. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

■ Serie representada gráficamente.

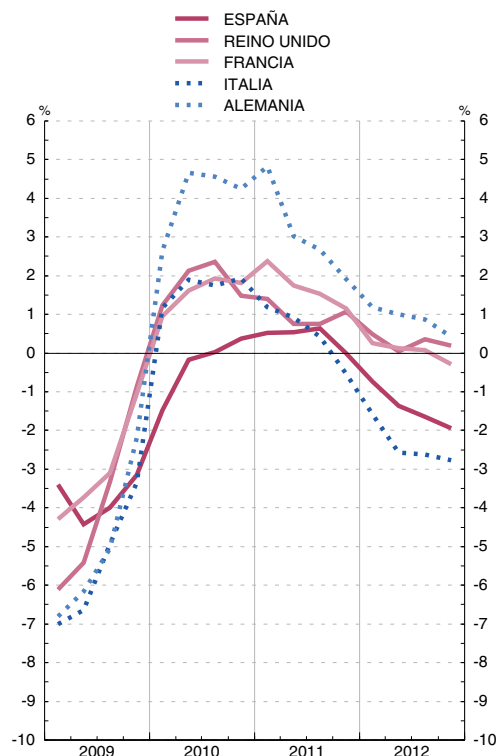
Tasas de variación interanual

	OCDE	UE 27	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
10	3,0	2,0	1,9	4,0	-0,3	2,4	1,6	1,7	4,7	1,8
11	1,9	1,6	1,5	3,1	0,4	1,8	1,7	0,5	-0,5	1,0
12	1,6	-0,3	-0,5	0,9	-1,4	2,2	0,0	-2,4	1,9	0,3
09 /V	-0,6	-2,1	-2,3	-2,2	-3,1	-0,1	-1,0	-3,4	-0,6	-0,9
10 /	2,5	1,0	1,0	2,6	-1,5	1,9	0,9	1,2	5,1	1,2
II	3,2	2,3	2,3	4,7	-0,2	2,5	1,6	1,9	4,4	2,1
III	3,3	2,5	2,3	4,6	0,0	2,8	1,9	1,7	5,8	2,4
IV	2,9	2,3	2,2	4,2	0,4	2,4	1,8	1,9	3,5	1,5
11 /	2,4	2,4	2,4	4,8	0,5	1,8	2,4	1,2	0,2	1,4
II	1,8	1,7	1,6	3,0	0,5	1,9	1,8	0,9	-1,7	0,8
III	1,8	1,4	1,3	2,7	0,6	1,6	1,5	0,4	-0,5	0,8
IV	1,6	0,8	0,6	1,9	-0,0	2,0	1,2	-0,5	-0,1	1,1
12 /	1,8	0,1	-0,1	1,2	-0,7	2,4	0,3	-1,6	3,3	0,5
II	1,6	-0,3	-0,5	1,0	-1,4	2,1	0,1	-2,6	3,9	0,0
III	1,2	-0,4	-0,7	0,9	-1,6	2,6	0,1	-2,6	0,4	0,4
IV	...	-0,6	-0,9	0,4	-1,9	1,6	-0,3	-2,8	0,1	0,2

PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasas de variación interanual



PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasas de variación interanual



FUENTES: BCE, INE y OCDE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, cuadro 26.2.

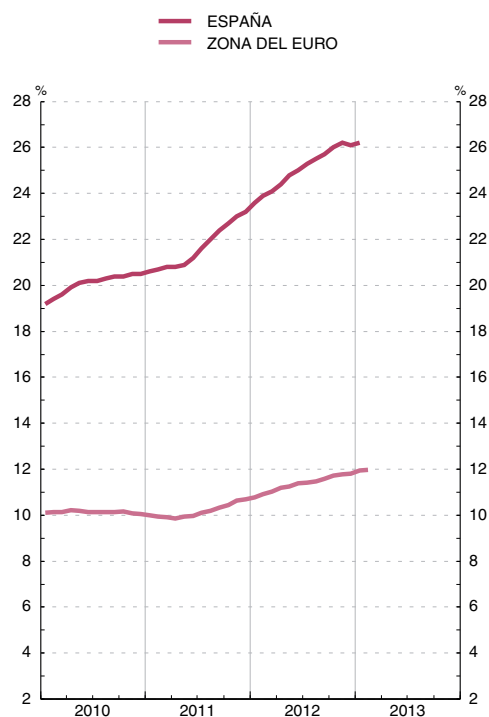
2.2. TASAS DE PARO. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

■ Serie representada gráficamente.

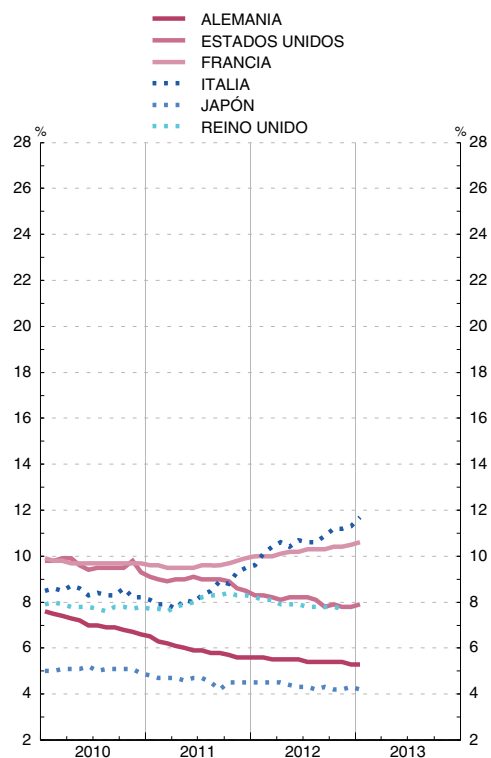
Porcentajes

	OCDE	UE 27	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
10	8,3	9,6	10,1	7,1	20,1	9,6	9,7	8,4	5,1	7,8
11	8,0	9,7	10,2	5,9	21,7	8,9	9,6	8,4	4,6	8,0
12	8,0	10,5	11,4	5,5	25,1	8,1	10,2	10,6	4,3	7,9
11 Ago	8,0	9,7	10,2	5,8	22,0	9,0	9,6	8,5	4,5	8,3
Sep	8,0	9,8	10,3	5,8	22,4	9,0	9,6	8,9	4,2	8,3
Oct	8,0	9,9	10,4	5,7	22,7	8,9	9,7	8,8	4,5	8,4
Nov	7,9	10,0	10,6	5,6	23,0	8,6	9,8	9,3	4,5	8,3
Dic	7,9	10,1	10,7	5,6	23,2	8,5	9,9	9,5	4,5	8,3
12 Ene	7,9	10,1	10,8	5,6	23,6	8,3	10,0	9,6	4,5	8,2
Feb	8,0	10,2	10,9	5,6	23,9	8,3	10,0	10,1	4,5	8,1
Mar	7,9	10,3	11,0	5,5	24,1	8,2	10,0	10,4	4,5	8,1
Abr	7,9	10,3	11,2	5,5	24,4	8,1	10,1	10,6	4,5	7,9
May	8,0	10,4	11,2	5,5	24,8	8,2	10,2	10,4	4,4	7,9
Jun	8,0	10,5	11,4	5,5	25,0	8,2	10,2	10,7	4,3	7,9
Jul	8,0	10,5	11,4	5,4	25,3	8,2	10,3	10,6	4,3	7,8
Ago	8,0	10,5	11,5	5,4	25,5	8,1	10,3	10,6	4,2	7,8
Sep	7,9	10,6	11,6	5,4	25,7	7,8	10,3	10,9	4,3	7,8
Oct	8,0	10,7	11,7	5,4	26,0	7,9	10,4	11,2	4,2	7,8
Nov	8,0	10,7	11,8	5,4	26,2	7,8	10,4	11,2	4,2	7,7
Dic	8,0	10,7	11,8	5,3	26,1	7,8	10,5	11,3	4,3	...
13 Ene	8,1	10,8	11,9	5,3	26,2	7,9	10,6	11,7	4,2	...

TASAS DE PARO



TASAS DE PARO



FUENTE: OCDE.

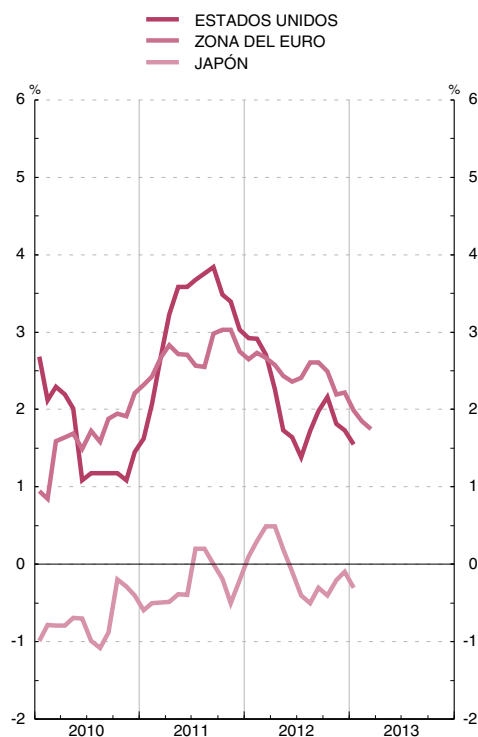
2.3. PRECIOS DE CONSUMO. COMPARACIÓN INTERNACIONAL (a)

■ Serie representada gráficamente.

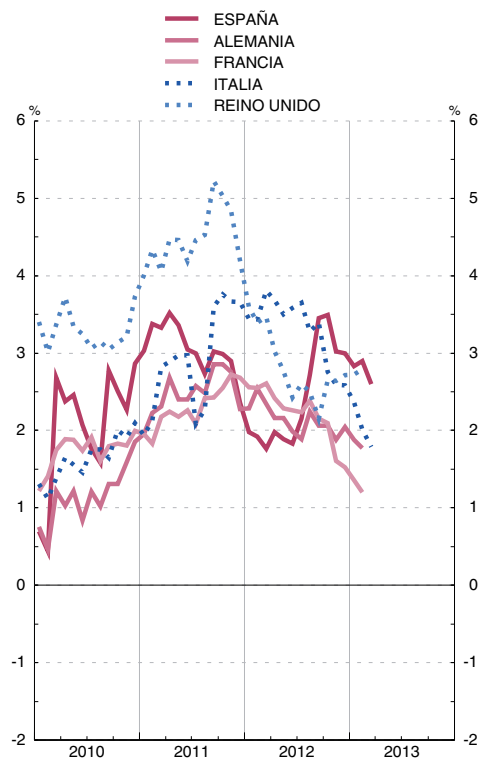
Tasas de variación interanual

	OCDE	UE 27	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
10	1,8	2,1	1,6	1,2	2,0	1,6	1,7	1,6	-0,7	3,3
11	2,9	3,1	2,7	2,5	3,1	3,2	2,3	2,9	-0,3	4,5
12	2,2	2,6	2,5	2,1	2,4	2,1	2,2	3,3	-0,0	2,8
11 Oct	3,1	3,3	3,0	2,9	3,0	3,5	2,5	3,8	-0,2	5,0
Nov	3,1	3,3	3,0	2,8	2,9	3,4	2,7	3,7	-0,5	4,8
Dic	2,8	3,0	2,7	2,3	2,4	3,0	2,7	3,7	-0,2	4,2
12 Ene	2,8	2,9	2,7	2,3	2,0	2,9	2,6	3,4	0,1	3,6
Feb	2,7	2,9	2,7	2,5	1,9	2,9	2,5	3,4	0,3	3,4
Mar	2,6	2,9	2,7	2,3	1,8	2,7	2,6	3,8	0,5	3,5
Abr	2,4	2,7	2,6	2,2	2,0	2,3	2,4	3,7	0,5	3,0
May	2,1	2,6	2,4	2,2	1,9	1,7	2,3	3,5	0,2	2,8
Jun	2,0	2,5	2,4	2,0	1,8	1,6	2,3	3,6	-0,1	2,4
Jul	1,9	2,5	2,4	1,9	2,2	1,4	2,2	3,6	-0,4	2,6
Ago	2,0	2,7	2,6	2,2	2,7	1,7	2,4	3,3	-0,5	2,5
Sep	2,3	2,7	2,6	2,1	3,5	2,0	2,2	3,4	-0,3	2,2
Oct	2,2	2,6	2,5	2,1	3,5	2,2	2,1	2,8	-0,4	2,6
Nov	1,9	2,4	2,2	1,9	3,0	1,8	1,6	2,6	-0,2	2,6
Dic	1,9	2,3	2,2	2,0	3,0	1,7	1,5	2,6	-0,1	2,7
13 Ene	1,7	2,1	2,0	1,9	2,8	1,6	1,4	2,4	-0,3	2,7
Feb	...	2,0	1,8	1,8	2,9	...	1,2	2,0	...	2,8
Mar	...	...	1,7	...	2,6	...	...	1,8	...	...

PRECIOS DE CONSUMO
Tasas de variación interanual



PRECIOS DE CONSUMO
Tasas de variación interanual



FUENTES: OCDE, INE y Eurostat.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, cuadros 26.11 y 26.15.

a. Índices armonizados de precios de consumo para los países de la UE.

2.4. TIPOS DE CAMBIO BILATERALES E ÍNDICES DEL TIPO DE CAMBIO EFECTIVO NOMINAL Y REAL DEL EURO, DEL DÓLAR ESTADOUNIDENSE Y DEL YEN JAPONÉS

■ Serie representada gráficamente.

Media de cifras diarias

	Tipos de cambio			Índices del tipo de cambio efectivo nominal frente a países desarrollados. Base 1999 I = 100 (a)			Índices del tipo de cambio efectivo real frente a los países desarrollados Base 1999 I = 100 (b)					
	Dólar estadounidense por ecu/euro	Yen japonés por ecu/euro	Yen japonés por dólar estadounidense	Euro	Dólar estadounidense	Yen japonés	Con precios de consumo			Con precios industriales		
							Euro	Dólar estadounidense	Yen japonés	Euro	Dólar estadounidense	Yen japonés
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
10	1,3267	116,42	87,78	103,7	78,6	119,9	101,6	86,7	90,2	98,1	93,1	87,7
11	1,3918	111,00	79,74	103,4	74,0	127,5	100,7	82,4	92,8	97,6	90,6	88,7
12	1,2854	102,61	79,81	97,9	76,8	131,7	95,5	85,8	93,9	93,3	95,1	88,4
12 E-M	1,3107	103,99	79,32	99,5	76,1	131,5	96,9	85,0	94,8	94,4	93,9	89,4
13 E-M	1,3198	121,83	92,32	100,7	78,3	112,7	98,6	86,4	82,4	96,4	95,1	77,8
12 Ene	1,2905	99,33	76,97	98,9	76,6	136,5	96,3	85,5	98,7	93,7	94,2	93,2
Feb	1,3224	103,77	78,46	99,6	75,5	132,1	97,2	84,4	95,3	94,6	93,0	89,8
Mar	1,3201	108,88	82,48	99,8	76,3	125,8	97,3	85,2	90,4	94,9	94,5	85,3
Abr	1,3162	107,00	81,30	99,5	76,1	127,8	97,2	84,9	91,6	94,5	94,5	86,2
May	1,2789	101,97	79,73	98,0	77,3	132,3	95,7	86,2	94,6	93,2	95,7	89,3
Jun	1,2526	99,26	79,24	97,2	78,3	134,5	94,8	87,6	95,9	92,3	96,7	90,7
Jul	1,2288	97,07	78,99	95,3	78,5	135,8	93,2	87,8	96,7	90,9	96,8	90,9
Ago	1,2400	97,58	78,69	95,2	77,6	135,4	93,1	87,1	96,1	91,1	96,4	89,9
Sep	1,2856	100,49	78,17	97,2	75,9	134,0	95,0	85,2	94,8	93,1	94,9	88,6
Oct	1,2974	102,47	78,98	97,8	75,9	132,2	95,5	85,0	93,5	93,6	94,8	87,7
Nov	1,2828	103,94	81,02	97,2	76,9	129,6	94,9	85,9	91,5	93,0	95,1	86,4
Dic	1,3119	109,71	83,61	98,7	76,4	124,2	96,3	85,1	87,8	94,5	94,2	83,1
13 Ene	1,3288	118,34	89,05	100,4	77,0	116,2	98,1	86,4	82,4	95,9	95,1	77,8
Feb	1,3359	124,40	93,12	101,6	78,1	111,1	99,3	...	...	96,9	...	...
Mar	1,2964	122,99	94,87	100,2	79,8	110,7	...	...	...	...	...	...

TIPOS DE CAMBIO BILATERALES



ÍNDICES DEL TIPO DE CAMBIO EFECTIVO REAL CON PRECIOS DE CONSUMO FRENTE A PAÍSES DESARROLLADOS



FUENTES: BCE y BE.

a. Media geométrica calculada con el sistema de doble ponderación a partir de las cifras del comercio exterior de manufacturas correspondientes a los períodos (1995-1997), (1998-2000), (2001-2003) y (2004-2006), de las variaciones de la cotización al contado de cada moneda respecto de las monedas que componen la agrupación.

La caída del índice significa una depreciación de la moneda frente a la agrupación.

b. Resultado de multiplicar los precios relativos de cada área-país (relación entre el índice de precios del área-país y el de los países del grupo) por el tipo de cambio efectivo nominal. La caída del índice refleja una depreciación del tipo efectivo real y, por consiguiente, puede interpretarse como una mejora de la competitividad de dicha área-país.

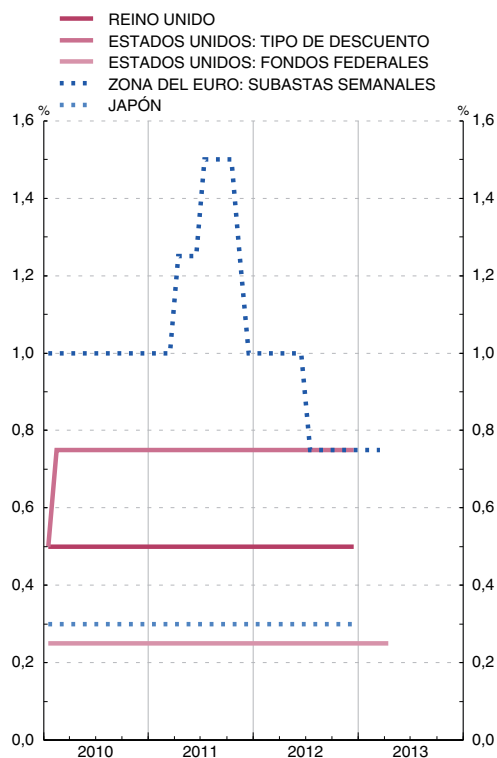
2.5. TIPOS DE INTERVENCIÓN DE LOS Bancos CENTRALES Y TIPOS DE INTERÉS A CORTO PLAZO EN MERCADOS NACIONALES

■ Serie representada gráficamente.

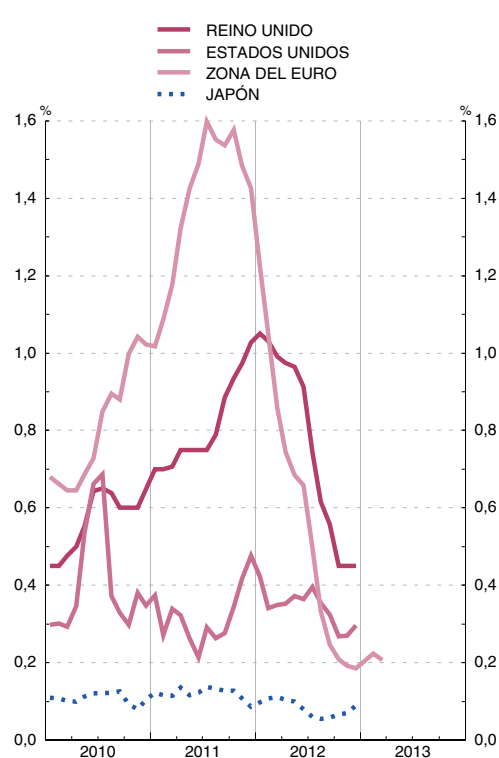
Porcentajes

	Tipos de intervención					Tipos interbancarios a tres meses									
	Zona del euro	Estados Unidos de América		Japón	Reino Unido	OCDE	UE 15	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
	(a)	Tipo descuento (b)	Fondos federales	(c)	(d)	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
10	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,61	0,78	0,81	-	0,87	0,40	-	-	0,11	0,57
11	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,81	1,32	1,39	-	1,34	0,32	-	-	0,12	0,81
12	0,75	0,75	0,25	0,30	0,50	0,59	0,75	0,57	-	1,06	0,34	-	-	0,08	0,76
11 Nov	1,25	0,75	0,25	0,30	0,50	0,88	1,42	1,48	-	1,46	0,42	-	-	0,11	0,97
11 Dic	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,88	1,38	1,43	-	-	0,48	-	-	0,09	1,03
12 Ene	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,79	1,21	1,22	-	1,16	0,42	-	-	0,10	1,05
12 Feb	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,71	1,07	1,05	-	1,07	0,34	-	-	0,11	1,03
12 Mar	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,65	0,91	0,86	-	0,94	0,35	-	-	0,11	0,99
12 Abr	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,62	0,81	0,74	-	-	0,35	-	-	0,11	0,97
12 May	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,60	0,76	0,68	-	-	0,37	-	-	0,10	0,96
12 Jun	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,58	0,72	0,66	-	-	0,36	-	-	0,08	0,91
12 Jul	0,75	0,75	0,25	0,30	0,50	0,53	0,56	0,50	-	-	0,40	-	-	0,06	0,74
12 Ago	0,75	0,75	0,25	0,30	0,50	0,45	0,40	0,33	-	-	0,35	-	-	0,05	0,62
12 Sep	0,75	0,75	0,25	0,30	0,50	0,41	0,32	0,25	-	-	0,32	-	-	0,06	0,56
12 Oct	0,75	0,75	0,25	0,30	0,50	-	-	0,21	-	-	0,27	-	-	0,07	0,45
12 Nov	0,75	0,75	0,25	0,30	0,50	-	-	0,19	-	-	0,27	-	-	0,07	0,45
12 Dic	0,75	0,75	0,25	0,30	0,50	-	-	0,19	-	-	0,30	-	-	0,09	0,45
13 Ene	0,75	-	0,25	-	-	-	-	0,20	-	-	-	-	-	-	-
13 Feb	0,75	-	0,25	-	-	-	-	0,22	-	-	-	-	-	-	-
13 Mar	0,75	-	0,25	-	-	-	-	0,21	-	-	-	-	-	-	-
13 Abr	-	-	0,25	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

TIPOS DE INTERVENCIÓN



TIPOS INTERBANCARIOS A TRES MESES



FUENTES: BCE, Agencia Reuters y BE.

a. Operaciones principales de financiación.

b. Desde enero de 2003, primary credit rate.

c. Tipos de interés de intervención (discount rate).

d. Oferta complementaria de liquidez (retail bank base rate).

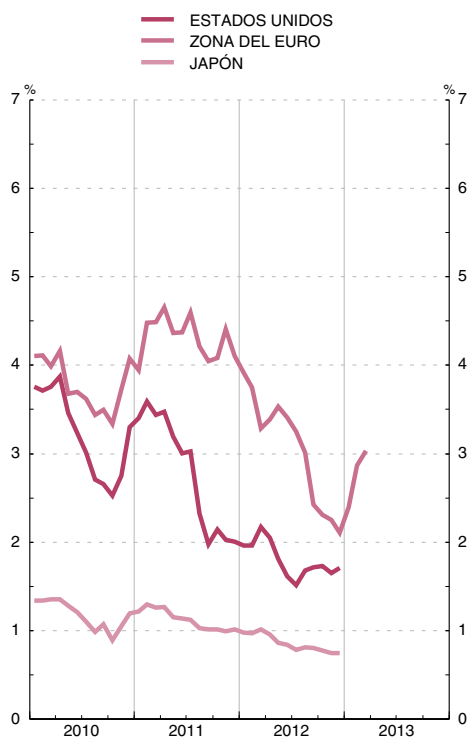
2.6. RENDIMIENTOS DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS EN MERCADOS NACIONALES

■ Serie representada gráficamente.

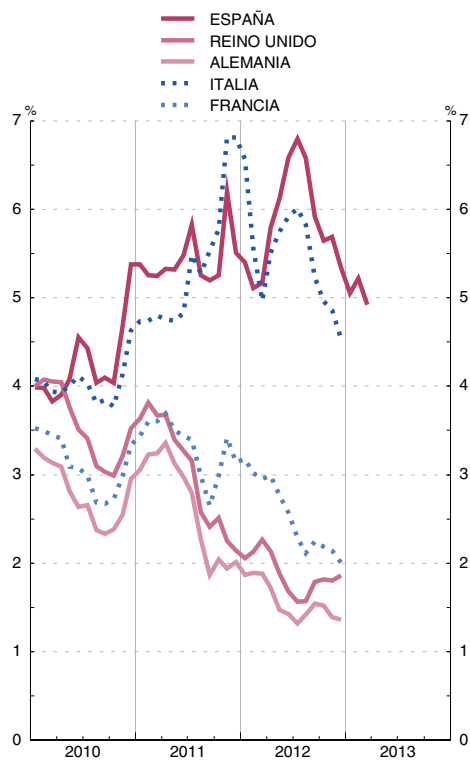
Porcentajes

	OCDE	UE 15	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
10	3,05	3,52	3,78	2,78	4,25	3,22	3,12	4,03	1,18	3,56
11	3,03	4,02	4,31	2,66	5,44	2,80	3,32	5,36	1,12	3,04
12	2,30	3,43	3,05	1,57	5,85	1,80	2,53	5,47	0,86	1,88
11 Oct	2,63	3,77	4,09	2,04	5,25	2,14	2,99	5,77	1,01	2,51
Nov	2,68	4,05	4,41	1,94	6,19	2,02	3,42	6,82	0,99	2,25
Dic	2,64	4,00	4,11	2,01	5,50	2,00	3,14	6,81	1,01	2,14
12 Ene	2,62	4,00	3,92	1,87	5,40	1,96	3,18	6,56	0,98	2,05
Feb	2,56	3,83	3,75	1,89	5,11	1,96	3,02	5,56	0,97	2,13
Mar	2,55	3,56	3,29	1,88	5,17	2,17	2,96	4,96	1,01	2,26
Abr	2,52	3,65	3,39	1,72	5,79	2,05	2,99	5,51	0,95	2,14
May	2,38	3,63	3,53	1,47	6,13	1,81	2,76	5,75	0,86	1,88
Jun	2,28	3,61	3,41	1,43	6,59	1,61	2,57	5,92	0,84	1,68
Jul	2,17	3,46	3,25	1,32	6,79	1,51	2,28	6,01	0,78	1,56
Ago	2,22	3,37	3,01	1,42	6,58	1,68	2,11	5,82	0,81	1,57
Sep	2,18	3,23	2,43	1,54	5,92	1,71	2,24	5,23	0,81	1,78
Oct	2,12	3,08	2,31	1,52	5,65	1,73	2,18	4,96	0,78	1,82
Nov	2,05	2,99	2,25	1,39	5,69	1,65	2,14	4,86	0,74	1,80
Dic	1,99	2,79	2,10	1,36	5,34	1,71	2,00	4,54	0,75	1,86
13 Ene	...	...	2,40	...	5,05	...	...	...	...	...
Feb	...	...	2,86	...	5,22	...	...	...	...	...
Mar	...	...	3,03	...	4,92	...	...	...	...	...

RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



FUENTES: BCE, Agencia Reuters y BE.

2.7. MERCADOS INTERNACIONALES. ÍNDICE DE PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS NO ENERGÉTICAS. PRECIOS DEL PETRÓLEO Y DEL ORO

■ Serie representada gráficamente.

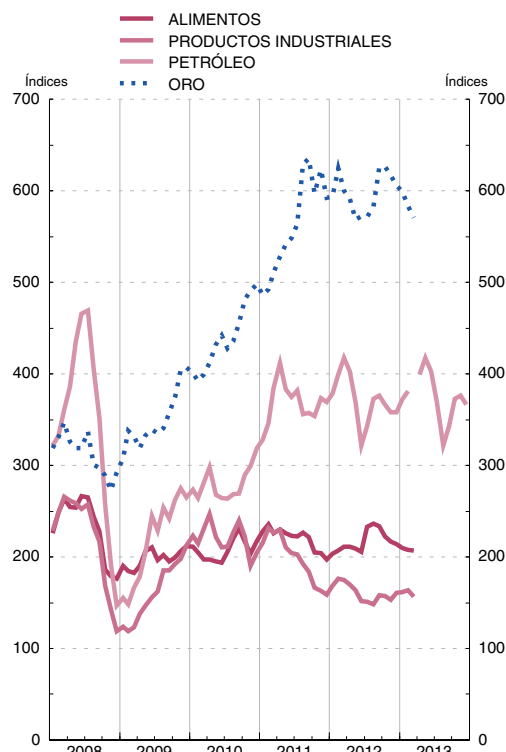
Base 2000 = 100

	Índice de precios de materias primas no energéticas (a)						Petróleo		Oro		
	En euros	En dólares estadounidenses					Índice (b)	Mar Norte	Índice (c)	Dólares estadounidenses por onza troy	Euros por gramo
	General	General	Alimentos	Productos industriales				Dólares estadounidenses por barril			
				Total	Agrícolas no alimenticios	Metales					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
08	142,2	227,4	232,4	221,0	176,0	245,5	343,7	97,2	312,5	871,7	19,07
09	120,8	182,3	198,0	162,2	136,0	176,4	219,2	61,7	348,8	973,0	22,42
10	158,6	213,1	207,9	220,2	211,2	225,9	280,0	79,9	439,2	1 225,3	29,76
11	187,3	209,6	220,3	198,5	239,6	180,9	368,4	112,2	562,6	1 569,5	36,29
12	183,8	189,6	217,0	161,1	171,7	156,6	371,8	112,4	598,0	1 668,3	41,73
12 E-M	180,4	190,5	207,1	173,1	189,7	166,0	398,3	119,5	605,7	1 689,7	41,47
13 E-M	174,1	184,7	208,0	160,5	167,9	157,4	...	113,5	584,5	1 630,5	39,73
12 Feb	179,8	191,8	206,9	176,2	192,6	169,2	399,2	120,6	624,7	1 742,6	42,37
Mar	181,9	193,2	210,9	174,5	192,8	166,7	417,2	126,8	600,0	1 673,8	40,75
Abr	180,0	191,0	210,9	170,2	191,5	161,1	402,9	120,5	591,3	1 649,6	40,30
May	180,8	186,9	209,4	163,6	180,9	156,2	368,9	111,0	568,3	1 585,5	39,83
Jun	177,9	179,1	205,5	151,5	165,9	146,8	321,4	95,7	572,4	1 596,7	40,94
Jul	195,1	192,9	232,9	151,3	161,7	146,9	342,7	103,1	571,4	1 593,9	41,71
Ago	192,9	193,1	236,1	148,4	155,9	145,2	372,9	114,1	582,9	1 626,0	42,22
Sep	189,8	196,5	233,4	158,2	158,8	158,0	376,6	113,2	625,3	1 744,5	43,59
Oct	189,4	190,6	222,7	157,4	160,0	156,2	366,2	112,2	626,2	1 747,0	43,28
Nov	180,1	185,6	217,1	152,8	156,2	151,3	358,3	110,2	616,9	1 720,9	43,12
Dic	177,8	187,8	214,0	160,5	161,5	160,1	358,3	110,9	605,3	1 688,5	41,38
13 Ene	174,1	185,8	209,6	161,2	166,7	158,9	372,0	113,9	599,0	1 671,0	40,40
Feb	173,2	186,1	207,5	163,8	169,2	161,5	381,3	117,4	583,4	1 627,6	39,19
Mar	175,0	182,3	206,8	156,9	167,9	152,2	...	109,6	570,9	1 592,6	39,53

ÍNDICES DE PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS NO ENERGÉTICAS



ÍNDICES DE PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS NO ENERGÉTICAS, PETRÓLEO Y ORO



FUENTES: The Economist, FMI, BCE y BE.

a. Las ponderaciones están basadas en el valor de las importaciones mundiales de materias primas en el periodo 1999-2001.

b. Índice del promedio de los precios en dólares estadounidenses de distintos tipos de crudo, mediano, liviano y pesado.

c. Índice del fixing en dólares estadounidenses a las 15.30 h. en el mercado de Londres.

3.1 INDICADORES DE CONSUMO PRIVADO. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

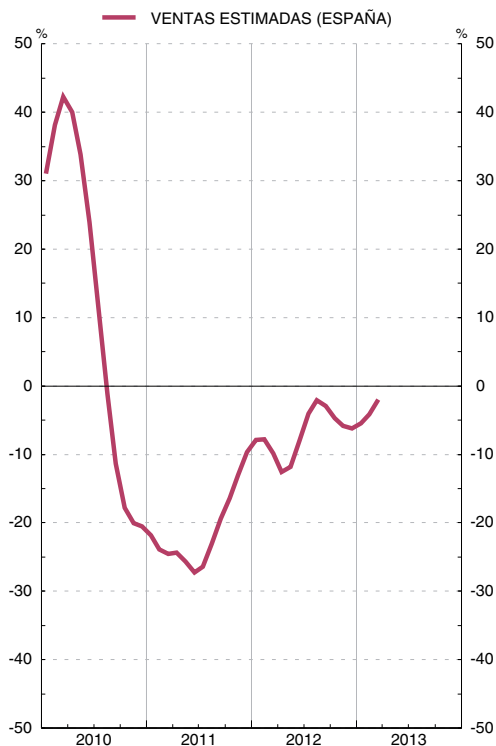
Tasas de variación interanual

	Encuestas de opinión (porcentajes netos)						Matriculaciones y ventas de automóviles				Índices de comercio al por menor (Base 2010=100, CNAE 2009) (Índices deflactados)								
	Consumidores			Índice de confianza del comercio minorista	Pro memoria: zona del euro		De las que		Ventas estimadas	Pro memoria: zona del euro	Índice general de comercio minorista	Índice general sin estaciones de servicio							
	Índice de confianza	Situación económica general: tendencia prevista	Situación económica hogares: tendencia prevista		Índice de confianza consumidor	Índice de confianza comercio minorista (a)	Matriculaciones	Uso privado				Matriculaciones	Total	Del cual	Grandes superficies	Grandes cadenas	Pequeñas cadenas	Empresas unificadas	Pro memoria: zona del euro (a)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	
10		-20,9	-18,0	-9,7	-17,2	-14,2	-4,1	3,0	...	3,1	-8,1	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	1,2	
11		-17,1	-13,8	-6,7	-19,8	-14,6	-5,5	-18,3	...	-17,7	-0,7	94,2	94,4	97,2	92,8	99,2	92,8	0,1	
12	P	-31,6	-30,7	-18,0	-21,4	-22,3	-15,2	-12,7	...	-13,4	-11,2	87,6	88,0	94,4	84,6	97,1	84,9	-1,4	
12 E-M	P	-24,6	-20,4	-10,1	-23,0	-19,9	-13,8	-1,9	...	-1,9	-11,7	89,2	89,6	91,2	85,9	94,9	87,3	88,2	
13 E-M	P	-32,6	-28,6	-16,7	-17,9	-23,7	-16,4	-10,7	...	-11,5	...	...	...	...	...	...	...	-0,7
12 Abr	P	-28,6	-24,9	-15,6	-21,2	-19,7	-10,9	-21,3	...	-21,7	-7,7	82,9	83,3	92,1	74,2	91,2	79,3	83,1	
May	P	-33,2	-34,1	-18,7	-23,8	-19,1	-18,0	-7,0	...	-8,1	-6,9	87,1	87,4	93,5	76,9	94,8	84,2	87,8	
Jun	P	-25,1	-24,8	-14,7	-17,6	-19,6	-14,3	-11,4	...	-12,1	-5,9	89,5	89,9	97,3	82,7	99,5	86,3	87,6	
Jul	P	-29,3	-29,1	-18,4	-21,0	-21,3	-14,9	-16,4	...	-17,2	-15,1	94,7	95,4	97,4	95,2	105,1	94,2	89,3	
Ago	P	-39,7	-45,2	-26,6	-23,7	-24,4	-17,1	4,7	...	3,4	-9,8	88,4	88,5	97,7	91,0	101,2	86,1	79,7	
Sep	P	-36,8	-39,0	-25,1	-25,5	-25,7	-18,4	-35,2	...	-36,8	-12,2	79,4	79,8	90,1	73,7	91,3	74,8	76,3	
Oct	P	-35,8	-34,9	-21,8	-20,5	-25,5	-17,3	-20,5	...	-21,7	-15,0	84,0	84,3	93,7	75,1	97,4	80,7	80,6	
Nov	P	-37,7	-35,3	-21,8	-16,1	-26,7	-14,8	-19,4	...	-20,3	-15,1	80,0	79,5	89,2	74,8	89,4	75,7	76,1	
Dic	P	-40,0	-39,7	-23,0	-18,0	-26,3	-15,9	-22,1	...	-23,0	-12,1	97,7	99,3	108,0	113,7	110,9	95,1	87,0	
13 Ene	P	-32,5	-28,8	-17,8	-20,3	-23,9	-15,5	-8,6	...	-9,6	-14,2	87,1	87,9	84,7	91,4	97,0	87,2	80,7	
Feb	P	-33,4	-29,4	-17,3	-16,6	-23,6	-16,1	-8,9	...	-9,8	-8,8	74,1	74,1	80,9	66,8	83,7	70,9	72,3	
Mar	P	-31,9	-27,6	-15,1	-16,9	-23,5	-17,6	-13,6	...	-13,9	...	...	...	...	...	...	...	...

ÍNDICE DE CONFIANZA CONSUMIDORES



VENTAS DE AUTOMÓVILES
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTES: Comisión de la UE (European Economy. Supplement B), INE, DGT, ANFAC y BCE.
a. Índice corregido de efecto calendario.

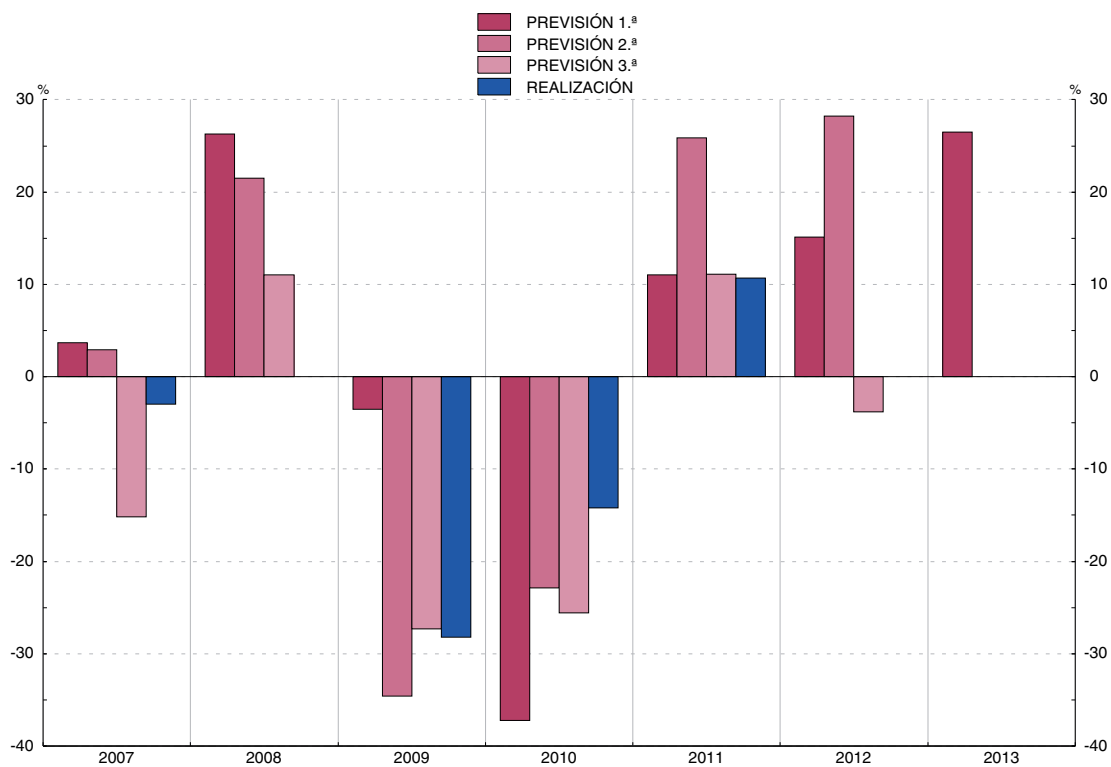
3.2. ENCUESTA DE INVERSIONES EN LA INDUSTRIA (EXCEPTO CONSTRUCCIÓN). ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual a precios corrientes

	Realización	Previsión 1. ^a	Previsión 2. ^a	Previsión 3. ^a
	1	2	3	4
07		-3	4	-15
08		-	26	11
09		-28	-4	-27
10		-14	-37	-26
11		11	11	11
12		...	15	-4
13		...	27	...

INVERSIÓN INDUSTRIAL Tasas de variación anuales



FUENTE: Ministerio de Industria, Energía y Turismo.

Nota: La primera previsión se realiza en el otoño del año anterior; la segunda y la tercera, en primavera y otoño del año en curso, respectivamente; la información correspondiente a la realización del año t se obtiene en la primavera del año t+1.

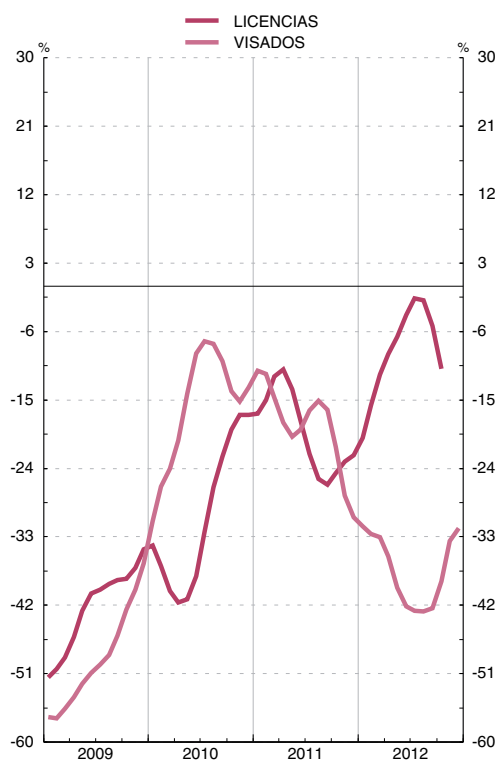
3.3. CONSTRUCCIÓN. INDICADORES DE OBRAS INICIADAS Y CONSUMO DE CEMENTO. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

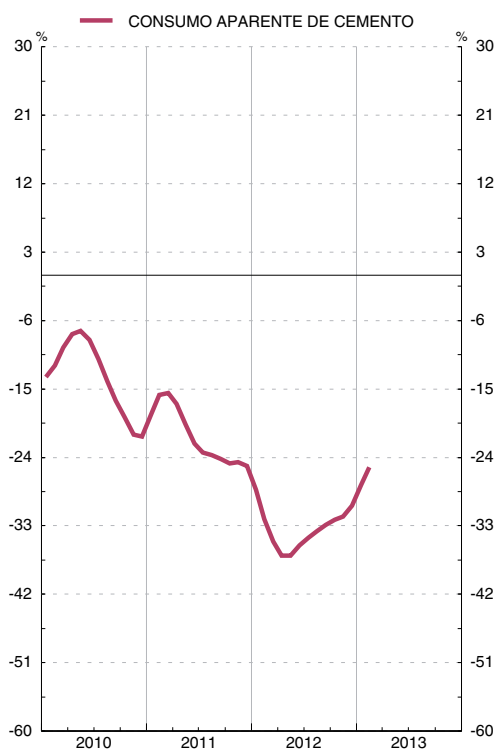
Tasas de variación interanual

		Licencias: superficie a construir				Visados: superficie a construir		Licitación oficial (presupuesto)							Consumo aparente de cemento
		Total	De la cual		No residencial	Total	Vivienda	Total		Edificación				Ingeniería civil	
			Residencial	Vivienda				En el mes	Acumulada en el año	Total	De la cual		No residencial		
											Residencial	Vivienda			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
10		-28,7	-24,3	-25,2	-36,9	-16,0	-16,1	-38,0	-38,0	-20,3	-38,5	-38,7	-14,6	-45,2	-15,4
11	P	-16,4	-17,5	-16,6	-13,9	-18,6	-13,2	-46,2	-46,2	-56,6	-47,8	-51,0	-58,6	-40,2	-16,4
12	P	...	...	...	...	-37,2	-39,9	...	...	...	...	...	...	...	-34,2
12 E-F	P	-37,9	-39,9	-37,7	-31,8	-32,0	-32,4	-42,4	-42,4	-53,4	-83,3	-82,5	-49,1	-36,2	-29,8
13 E-F	P	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	-23,3
11 Nov	P	-20,2	-26,4	-21,5	-3,4	-41,4	-35,8	-40,1	-43,8	-66,2	-79,8	-85,1	-62,3	-30,6	-25,3
12 Dic	P	-51,7	-44,4	-41,9	-68,2	-32,6	-30,4	-72,0	-46,2	-71,6	-67,4	-77,9	-72,1	-72,1	-19,9
12 Ene	P	-50,3	-51,8	-50,2	-45,1	-24,5	-29,8	-67,8	-67,8	-66,3	-83,4	-87,7	-63,2	-68,7	-24,1
12 Feb	P	-20,1	-20,8	-17,4	-18,5	-38,5	-34,7	-17,7	-42,4	-39,6	-83,1	-64,2	-35,2	-6,5	-34,6
12 Mar	P	-26,9	-25,4	-25,6	-29,7	-27,9	-26,7	-68,0	-50,6	-68,1	-72,7	13,2	-65,9	-67,9	-36,5
12 Abr	P	-8,1	-8,7	-6,3	-7,4	-34,3	-32,2	-56,7	-51,9	-59,3	-87,8	-90,0	-46,2	-55,2	-41,1
12 May	P	-16,8	-37,1	-36,1	32,1	-38,9	-36,3	-35,1	-46,3	-43,1	-73,6	-55,4	-37,9	-33,5	-37,2
12 Jun	P	-39,9	-26,9	-26,3	-59,7	-49,2	-55,2	-50,6	-46,9	-44,6	-86,3	-82,8	-23,4	-53,4	-35,0
12 Jul	P	11,6	4,9	8,9	24,6	-38,8	-38,4	...	...	...	...	...	...	...	-32,4
12 Ago	P	4,0	-10,0	-15,9	31,0	-42,1	-38,0	...	...	...	...	...	...	...	-33,6
12 Sep	P	3,7	-13,1	-13,0	54,1	-52,1	-56,5	...	...	...	...	...	...	...	-37,9
12 Oct	P	-16,0	-17,2	-18,9	-13,9	-40,2	-43,7	...	...	...	...	...	...	...	-24,7
12 Nov	P	...	...	...	...	-17,6	-31,0	...	...	...	...	...	...	...	-33,7
12 Dic	P	...	...	...	...	-35,3	-48,5	...	...	...	...	...	...	...	-36,8
13 Ene	P	...	...	...	...	-32,8	-26,9	...	...	...	...	...	...	...	-21,5
13 Feb	P	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	-25,1

INDICADORES DE LA CONSTRUCCIÓN
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



INDICADORES DE LA CONSTRUCCIÓN
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTES: Ministerio de Fomento y Asociación de Fabricantes de Cemento de España.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 23, cuadros 7, 8 y 9.

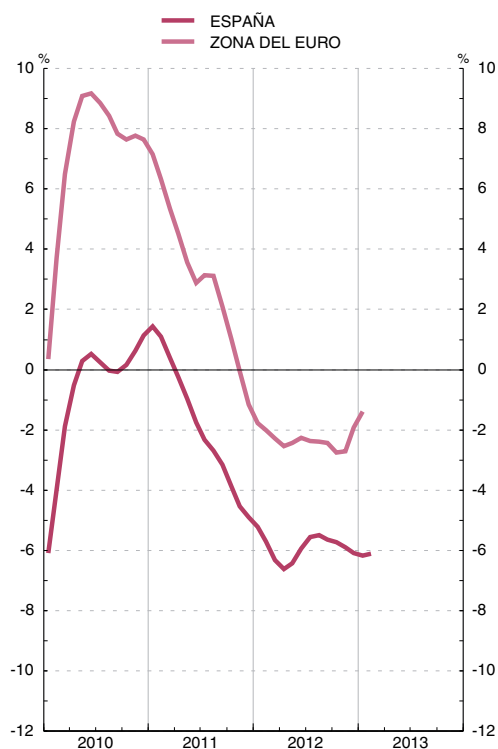
3.4. ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

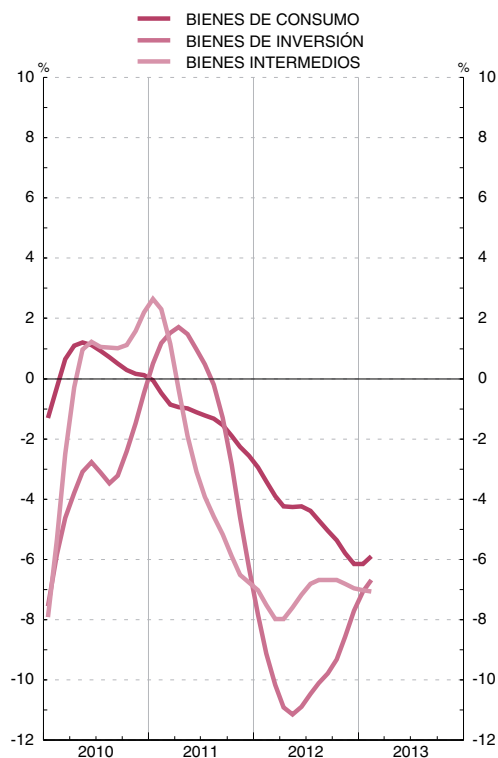
Tasas de variación interanual

		Índice general		Por destino económico de los bienes					Por ramas de actividad (CNAE 2009)				Pro memoria: zona del euro				
		Total		Bienes de consumo	Bienes de equipo	Bienes intermedios	Energía		Extractivas	Manufacturables	Suministro de energía eléctrica y gas		Del cual	Por destino económico de los bienes			
		Serie original	1 T 12										Total	Manufacturas	Bienes de consumo	Bienes de equipo	Bienes Intermedios
		1	2	3	4	5	6	7	8	9			10	11	12	13	14
10	MP	83,4	0,9	0,9	-3,3	2,7	2,5		4,4	0,6	2,9	7,2	7,6	2,9	8,9	9,8	
11	MP	81,9	-1,8	-1,4	0,3	-2,6	-3,6		-14,6	-1,4	-3,6	3,1	4,2	0,7	8,2	3,7	
12	MP	77,0	-5,9	-4,7	-10,7	-7,2	0,9		-19,1	-6,4	-0,1	-2,4	-2,6	-2,4	-1,2	-4,4	
12 E-F	MP	79,6	-2,9	-0,7	-7,7	-4,4	1,8		-1,3	-3,6	1,4	-1,9	-1,9	-2,9	0,7	-4,2	
13 E-F	MP	74,8	-6,0	-6,1	-4,7	-6,4	-6,4		-25,7	-5,4	-8,0	...	...	...	...	...
11 Nov	P	84,0	-7,0	-4,0	-7,8	-9,9	-5,2		-16,2	-6,9	-6,3	-0,4	0,3	-2,1	4,3	-1,2	
11 Dic	P	74,2	-6,5	-4,0	-8,1	-8,1	-6,4		-8,5	-6,4	-7,2	-2,0	-0,1	-0,8	1,6	-1,2	
12 Ene	P	78,4	-2,6	0,9	-6,0	-3,5	-3,6		-	-2,3	-5,1	-2,0	-1,1	-1,8	1,2	-2,6	
12 Feb	P	80,8	-3,2	-2,3	-9,0	-5,2	7,9		-2,6	-4,7	8,9	-1,9	-2,8	-4,1	0,3	-5,6	
12 Mar	P	82,7	-10,5	-8,2	-14,3	-13,1	-3,1		-12,6	-11,0	-5,6	-2,1	-1,3	-2,0	1,4	-3,7	
12 Abr	P	72,3	-8,4	-7,5	-15,5	-8,2	-0,2		-6,0	-9,7	3,5	-2,7	-3,5	-4,9	-1,3	-5,1	
12 May	P	82,0	-5,9	-3,0	-12,7	-6,7	0,3		-16,0	-6,5	2,3	-2,4	-2,9	-2,0	-2,0	-4,1	
12 Jun	P	80,7	-6,9	-3,1	-13,6	-8,0	-1,9		-42,7	-6,9	-1,7	-1,8	-2,3	-1,1	-1,2	-3,9	
12 Jul	P	82,5	-2,9	-1,4	-7,2	-4,8	4,9		-35,6	-2,7	0,5	-2,4	-2,6	-2,6	-0,9	-4,6	
12 Ago	P	62,5	-2,5	-2,9	-5,8	-4,6	4,2		-21,0	-3,1	2,5	-1,3	-1,4	-0,7	0,5	-4,0	
12 Sep	P	74,6	-12,1	-12,0	-19,1	-12,2	-1,9		-26,7	-12,7	-4,4	-2,5	-2,8	-2,9	-1,2	-4,3	
12 Oct	P	81,8	0,9	2,7	-2,2	-0,9	5,7		-15,9	1,1	2,0	-3,0	-3,4	-2,5	-3,6	-4,3	
12 Nov	P	78,1	-7,0	-5,8	-12,9	-7,4	-0,9		-23,5	-7,4	-1,3	-4,1	-4,6	-3,0	-4,7	-6,0	
12 Dic	P	67,8	-8,6	-13,0	-6,0	-10,6	0,1		-22,2	-9,6	-1,3	-1,7	-2,3	-1,0	-1,8	-4,5	
13 Ene	P	75,7	-3,4	-5,7	-1,2	-2,0	-4,0		-20,1	-3,0	-4,7	-1,3	-2,9	2,0	-2,6	-3,1	
13 Feb	P	73,9	-8,5	-6,5	-7,8	-10,5	-8,9		-31,1	-7,8	-11,3	...	...	...	...	...

ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL. TOTAL
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL. COMPONENTES
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTES: INE y BCE.

Nota: Las series de base de este indicador, para España, figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 23, cuadro 1.

a. España: base 2005 = 100; zona del euro: base 2000 = 100.

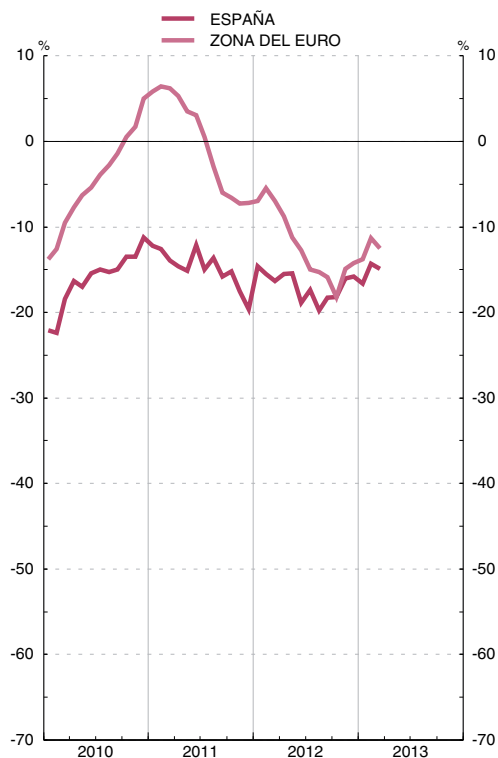
3.5. ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL. INDUSTRIA Y CONSTRUCCIÓN. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (CNAE 2009)

■ Serie representada gráficamente.

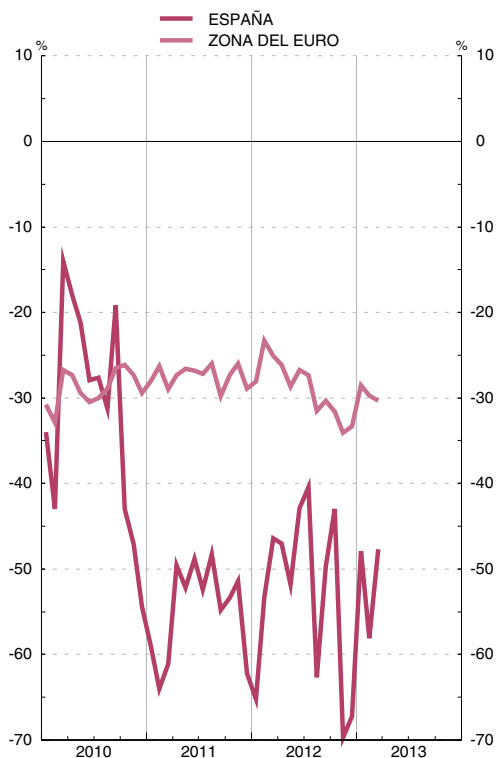
Saldo

		Industria, sin construcción										Construcción					Pro memoria: zona del euro (b)		
		Indicador del clima industrial	Producción tres últimos meses	Tendencia de la producción	Cartera de pedidos total	Cartera de pedidos extranjeros	Nivel de existencias	Indicador del clima industrial				Indicador del clima en la construcción	Nivel de producción	Nivel de contratación	Tendencia		Industria, sin construcción		Indicador del clima en la construcción
		(a)		(a)	(a)		(a)	Consumo	Equipo	Intermedios (a)	Otros sectores (a)				Producción	Contratación	Indicador del clima industrial	Cartera de pedidos	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
10	M	-16	-8	-1	-37	-29	11	-10	-14	-18	-52	-32	-19	-31	-26	-33	-5	-25	-29
11	M	-15	-12	-3	-31	-24	11	-10	-12	-17	-45	-55	-23	-48	-46	-45	0	-7	-27
12	M	-17	-20	-4	-37	-26	9	-10	-15	-22	-15	-53	-21	-47	-45	-59	-12	-25	-29
12 E-M	M	-15	-23	-5	-34	-24	8	-11	-14	-19	-8	-55	-28	-42	-50	-59	-7	-15	-26
13 E-M	M	-15	-20	-3	-33	-25	9	-10	-15	-20	-7	-51	-25	-46	-44	-48	-13	-30	-30
11 Dic		-20	-30	-7	-38	-30	14	-10	-26	-25	-34	-62	-19	-43	-65	-62	-7	-16	-29
12 Ene		-15	-25	-2	-36	-26	6	-10	-15	-18	-9	-65	-14	-50	-67	-66	-7	-16	-28
Feb		-16	-26	-4	-33	-26	10	-13	-15	-19	-6	-53	-40	-46	-49	-51	-6	-14	-23
Mar		-16	-19	-8	-32	-19	9	-10	-13	-21	-7	-46	-29	-31	-34	-61	-7	-16	-25
Abr		-16	-19	-4	-34	-22	9	-8	-12	-23	-9	-47	7	-33	-31	-67	-9	-19	-26
May		-15	-18	-2	-36	-25	8	-9	-14	-20	-17	-52	-26	-52	-42	-65	-11	-23	-29
Jun		-19	-15	-9	-39	-28	9	-7	-18	-25	-33	-43	-14	-43	-45	-63	-13	-26	-27
Jul		-17	-18	-3	-41	-27	9	-10	-9	-25	-25	-40	-14	-43	-17	-47	-15	-28	-27
Ago		-20	-22	-8	-41	-27	10	-10	-23	-24	-30	-63	-27	-60	-56	-62	-15	-29	-32
Sep		-18	-17	-4	-39	-25	12	-10	-18	-24	-30	-50	-43	-58	-24	-38	-16	-30	-30
Oct		-18	-22	-7	-39	-26	9	-12	-16	-24	-5	-43	-25	-32	-55	-55	-18	-35	-32
Nov		-16	-18	-2	-38	-29	8	-11	-14	-22	-2	-70	-10	-63	-43	-73	-15	-32	-34
Dic		-16	-27	-1	-38	-29	9	-12	-12	-23	-3	-67	-19	-56	-71	-62	-14	-31	-33
13 Ene		-17	-24	-5	-37	-30	9	-12	-14	-23	-3	-48	-27	-41	-58	-56	-14	-32	-29
Feb		-14	-18	-3	-32	-20	9	-7	-16	-18	-18	-58	-23	-52	-49	-50	-11	-28	-30
Mar		-15	-18	-3	-31	-24	11	-11	-16	-18	-2	-48	-26	-44	-23	-39	-13	-31	-30

CLIMA EN LA INDUSTRIA
Saldos



CLIMA EN LA CONSTRUCCIÓN
Saldos



FUENTES: Ministerio de Industria, Energía y Turismo y BCE.

a. Corregidos de variaciones estacionales.

b. Hasta abril 2010, CNAE 1993; desde mayo 2010, CNAE 2009.

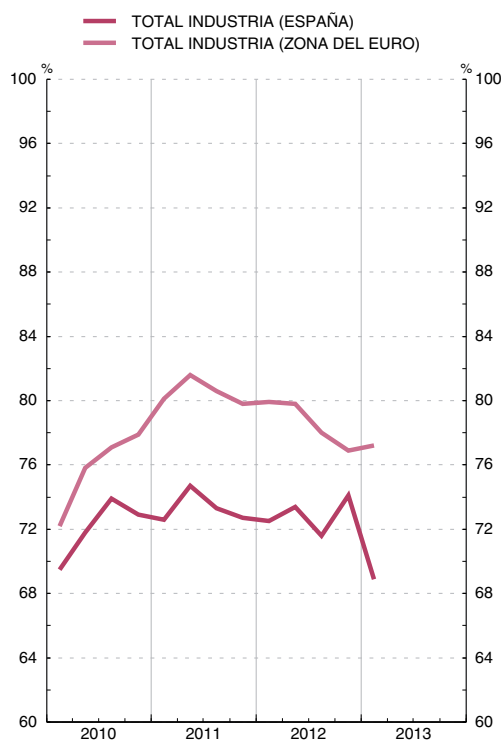
3.6. ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL. UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD PRODUCTIVA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (CNAE 2009)

■ Serie representada gráficamente.

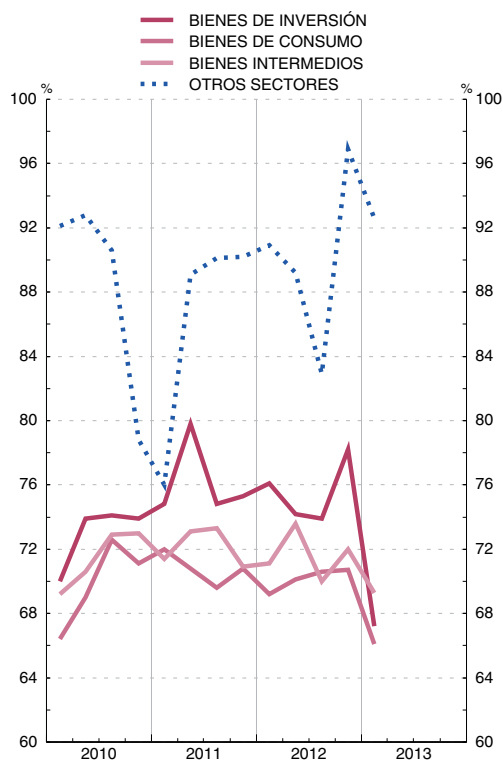
Porcentajes y saldos

	Total industria			Bienes de consumo			Bienes de inversión			Bienes intermedios			Otros sectores (a)			Pro memoria: zona del euro. Utilización de la capacidad productiva (b) (%)
	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capacidad productiva instalada (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capacidad productiva instalada (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capacidad productiva instalada (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capacidad productiva instalada (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capacidad productiva instalada (Saldos)	
	En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
	■			■			■			■			■			■
10	72,0	72,8	22	69,8	70,5	18	73,0	72,5	23	71,4	72,9	24	88,6	90,5	18	75,8
11	73,3	73,7	18	70,8	71,8	17	76,2	75,2	16	72,2	72,7	22	86,4	87,6	4	80,5
12	72,9	73,6	21	70,2	71,0	16	75,6	76,1	16	71,7	72,0	30	90,0	93,3	3	78,7
12 I-I	72,5	73,4	23	69,2	70,3	20	76,1	75,9	15	71,1	72,3	31	90,9	90,9	4	79,9
13 I-I	68,9	70,1	24	66,1	66,9	16	67,2	69,3	19	69,3	70,5	34	92,6	92,5	-	77,2
10 III	73,9	74,6	15	72,6	73,6	10	74,1	74,5	19	72,9	73,8	18	90,6	90,9	0	77,1
11 IV	72,9	72,1	26	71,1	71,3	21	73,9	70,3	25	73,0	72,4	24	78,8	84,5	73	77,9
11 I	72,6	73,4	16	72,0	72,6	13	74,8	75,0	15	71,4	72,7	20	76,0	78,4	3	80,1
11 II	74,7	75,8	17	70,8	72,7	20	79,8	79,6	9	73,1	74,2	21	89,1	91,9	-	81,6
11 III	73,3	73,4	20	69,6	70,7	20	74,8	73,5	16	73,3	73,5	22	90,1	90,0	6	80,6
11 IV	72,7	72,0	21	70,8	71,3	17	75,3	72,6	24	70,9	70,4	23	90,2	90,1	8	79,8
12 I	72,5	73,4	23	69,2	70,3	20	76,1	75,9	15	71,1	72,3	31	90,9	90,9	4	79,9
12 II	73,4	74,6	21	70,1	71,4	15	74,2	75,3	16	73,6	74,6	30	89,2	92,9	5	79,8
12 III	71,6	72,3	21	70,6	70,9	16	73,9	75,2	19	70,0	69,8	27	82,9	92,6	1	78,0
12 IV	74,1	73,9	21	70,7	71,5	13	78,2	77,8	14	72,0	71,2	31	96,9	96,9	1	76,9
13 I	68,9	70,1	24	66,1	66,9	16	67,2	69,3	19	69,3	70,5	34	92,6	92,5	-	77,2

UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TOTAL INDUSTRIA
Porcentajes



UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TIPOS DE BIENES
Porcentajes



FUENTES: Ministerio de Industria, Energía y Turismo y BCE.

a. Incluye las industrias extractivas y refino de petróleo, coquerías y combustibles nucleares.

b. Hasta abril 2010, CNAE 1993; desde mayo 2010, CNAE 2009.

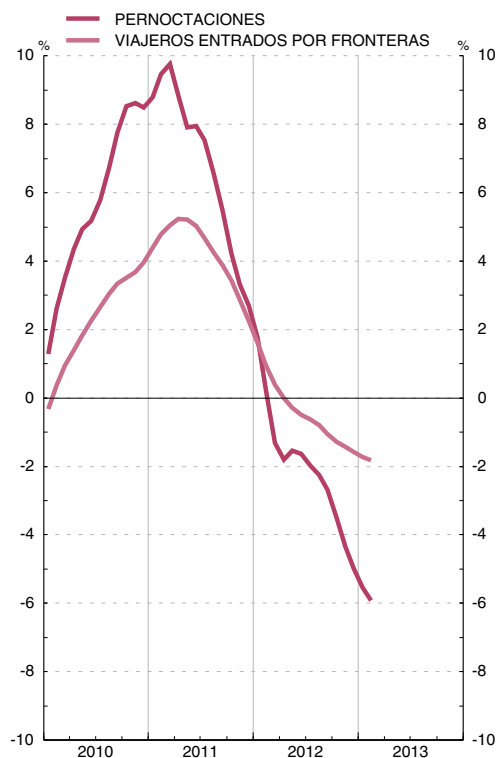
3.7. DIVERSAS ESTADÍSTICAS DE TURISMO Y TRANSPORTE. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

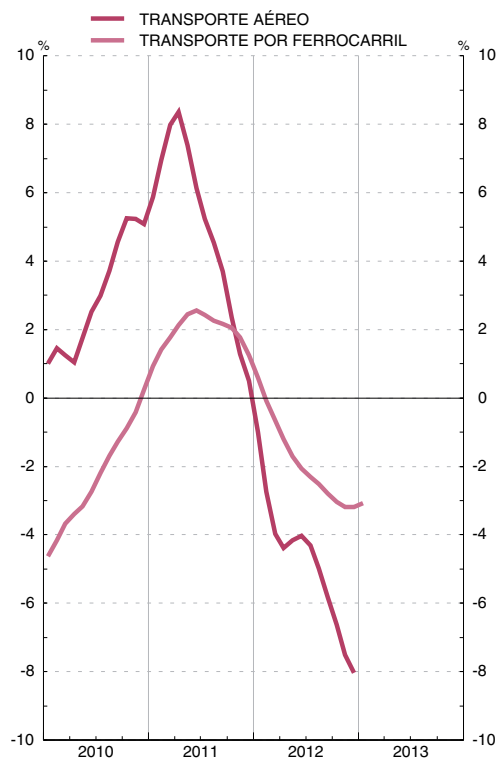
Tasas de variación interanual

		Viajeros alojados en hoteles (a)		Pernoctaciones efectuadas (a)		Viajeros entrados por fronteras			Transporte aéreo				Transporte marítimo		Transporte por ferrocarril	
		Total	Extranjeros	Total	Extranjeros	Total	Turistas	Excursionistas	Pasajeros			Mercancías	Pasajeros	Mercancías	Viajeros	Mercancías
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
10		5,7	10,6	5,5	7,6	2,0	1,0	3,4	3,0	1,3	4,1	15,8	2,8	4,6	-2,8	-3,0
11	P	3,8	10,6	6,4	12,7	5,8	6,6	4,7	6,1	-0,4	10,5	2,2	-5,4	5,8	2,6	7,9
12	P	...	...	...	...	-0,1	2,8	-3,9	-5,0	-12,5	-0,5	-4,9	-0,4	4,1	-1,9	-1,5
12 E-F	P	0,5	3,1	1,2	3,6	-2,2	3,1	-7,2	-4,3	-9,9	-0,2	-3,9	10,8	9,5	2,4	1,8
13 E-F	P	-8,3	-2,5	-6,5	-1,1	-3,7	-1,3	-6,1	...	...	...	...	...	...	...	...
11 Nov	P	-1,6	1,2	2,1	6,4	1,3	3,2	-0,9	-2,1	-7,0	1,9	-1,6	-0,5	6,9	3,4	4,8
11 Dic	P	-1,4	3,1	2,0	7,7	1,5	3,4	-0,2	4,1	-1,5	8,8	-2,3	-5,9	12,8	2,2	-9,7
12 Ene	P	2,6	4,6	3,4	6,1	-1,3	5,8	-7,7	-3,0	-7,4	0,2	-5,0	8,3	8,7	2,4	3,6
12 Feb	P	-1,5	1,4	-0,6	1,2	-3,0	0,5	-6,6	-5,7	-12,2	-0,6	-2,8	13,7	10,3	2,5	0,1
12 Mar	P	-0,6	0,4	-3,5	-3,8	-1,7	2,5	-6,4	-7,0	-15,0	-1,1	-6,6	20,0	9,5	-1,8	-10,5
12 Abr	P	-4,0	-2,8	-4,8	-4,6	-5,1	-1,7	-9,4	-7,2	-14,1	-3,0	-3,5	0,8	5,8	-2,1	1,7
12 May	P	-0,4	2,1	0,4	3,5	1,5	5,8	-5,1	-3,8	-10,1	-0,1	-5,1	-5,5	4,7	-2,6	4,0
12 Jun	P	-2,3	1,4	-1,3	2,7	-2,2	4,7	-12,8	-1,3	-8,4	2,5	-0,7	0,7	7,5	-3,3	-3,9
12 Jul	P	-3,7	3,0	-1,4	4,3	2,2	4,4	-1,3	-2,5	-8,6	0,7	-4,2	-12,1	6,6	-2,2	-4,0
12 Ago	P	-3,2	1,0	-2,1	3,5	4,2	5,0	3,2	-3,0	-10,1	0,6	-12,6	0,2	0,8	-1,0	-1,9
12 Sep	P	-1,7	5,5	-0,1	5,8	3,3	5,1	0,4	-3,5	-12,6	1,3	-4,3	-1,2	5,7	-5,8	-13,9
12 Oct	P	-5,4	-1,4	-3,6	0,4	-4,8	-3,2	-7,4	-7,1	-14,2	-3,3	-3,1	-1,7	4,2	-0,3	15,6
12 Nov	P	-2,7	1,9	-5,1	0,5	-0,0	0,2	-0,2	-9,9	-21,1	-1,7	-5,3	-1,2	-4,4	-5,0	-3,2
12 Dic	P	-5,7	-0,6	-5,1	1,7	-0,9	-1,3	-0,6	-10,3	-18,2	-4,5	-6,2	0,1	-6,4	-3,8	-0,5
13 Ene	P	-7,8	-2,3	-5,2	-0,4	-4,3	-2,6	-6,0	...	...	...	...	...	...	-2,2	...
13 Feb	P	-8,7	-2,6	-7,7	-1,8	-3,0	-0,0	-6,3	...	...	...	...	...	...	...	...

TURISMO
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



TRANSPORTE
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTES: INE e Instituto de Estudios Turísticos (Estadística de Movimientos Turísticos en Frontera).

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 23, cuadros 14 y 15.

a. Información procedente de los directorios hoteleros. Desde enero de 2006, se ha ampliado el ámbito temporal de recogida de la información a todos los días del mes. Debido a distintas actualizaciones en los directorios de establecimientos hoteleros, no son directamente comparables los datos de distintos años. Existen coeficientes de enlace para los períodos: año 2005; junio 2009-mayo2010; julio 2010-julio 2011.

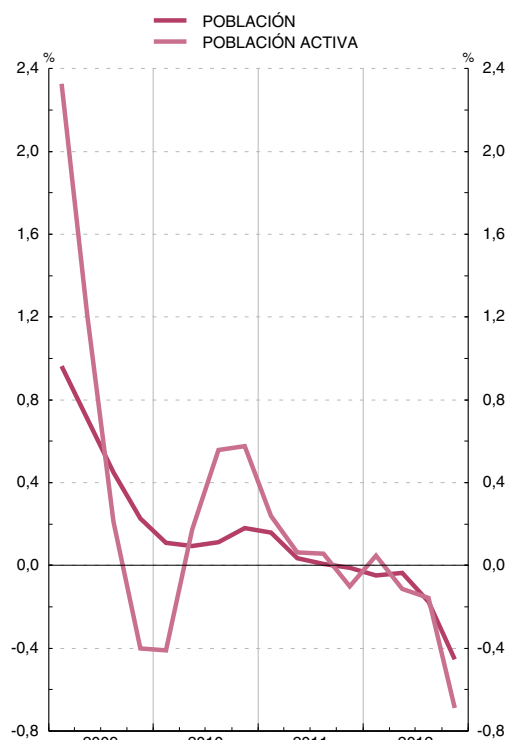
4.1. POBLACIÓN ACTIVA. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

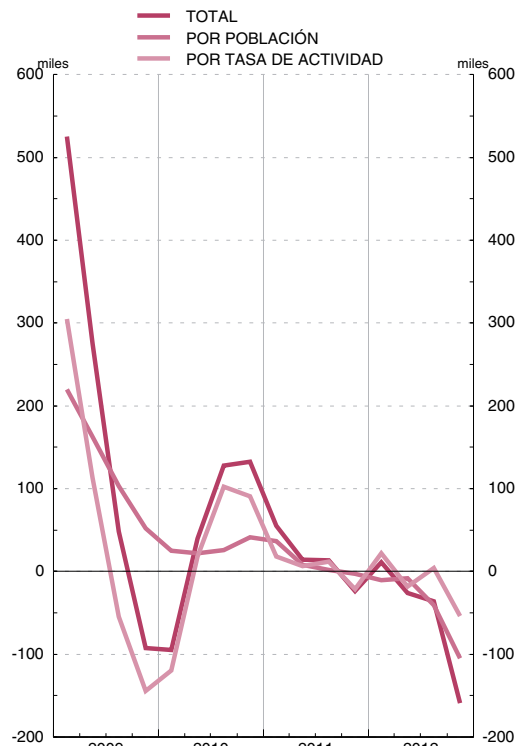
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

Población mayor de 16 años						Población activa					
		Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Tasa de actividad (%) (a)	Miles de personas (a)	Variación interanual (b)			1 T 4	
							Total (Miles de personas)	Por población (Miles de personas)	Por tasa de actividad (Miles de personas)		
1		2	3	4		5	6	7	8	9	
09	M	38 432	224	0,6	59,95	23 037	189	134	55	0,8	
10	M	38 479	48	0,1	60,00	23 089	51	29	23	0,2	
11	M	38 497	18	0,0	60,01	23 104	15	11	4	0,1	
11 I-IV	M	38 497	18	0,0	60,01	23 104	59	44	15	0,1	
12 I-IV	M	38 429	-69	-0,2	59,99	23 051	-210	-165	-46	-0,2	
10 //		38 468	36	0,1	60,11	23 122	40	22	18	0,2	
10 ///		38 485	43	0,1	60,08	23 122	128	26	102	0,6	
10 IV		38 512	69	0,2	59,99	23 105	132	42	91	0,6	
11 /		38 512	61	0,2	59,88	23 062	55	37	18	0,2	
11 //		38 481	13	0,0	60,12	23 137	14	8	6	0,1	
11 ///		38 488	2	0,0	60,11	23 135	13	1	12	0,1	
11 IV		38 508	-4	-0,0	59,94	23 081	-24	-3	-21	-0,1	
12 /		38 494	-18	-0,0	59,94	23 073	11	-11	22	0,0	
12 //		38 467	-14	-0,0	60,08	23 110	-26	-8	-18	-0,1	
12 ///		38 420	-68	-0,2	60,12	23 098	-36	-41	4	-0,2	
12 IV		38 333	-175	-0,5	59,80	22 922	-159	-105	-54	-0,7	

ENCUESTA DE POBLACIÓN ACTIVA
Tasas de variación interanual



POBLACIÓN ACTIVA
Variaciones interanuales



FUENTE: INE (Encuesta de Población Activa. Metodología EPA-2005).

a. Desde el primer trimestre de 2001 en adelante reflejan la nueva definición de parado, que implica una ruptura en las series. (Véase www.ine.es)

b. Col. 7 = (col. 5 / col. 1) * variación interanual col. 1. Col. 8 = (Variación interanual col. 4 / 100) * col. 1 (t-4).

Nota general a los cuadros de la EPA: Como consecuencia del cambio en la base poblacional (Censo 2001), se han revisado todas las series que figuran en este cuadro, a partir del año 1996. Adicionalmente, desde el 1er. trimestre de 2005, se han incorporado las nuevas variables obligatorias a que se refiere el Reglamento (CE) 2257/2003 (sobre adaptación de lista de características de la EPA), se ha implantado un procedimiento centralizado para las entrevistas telefónicas y se ha modificado el cuestionario. Por tanto, en el 1er. trimestre de 2005, se produce una ruptura en las series de algunas variables. Para más información, véase www.ine.es.

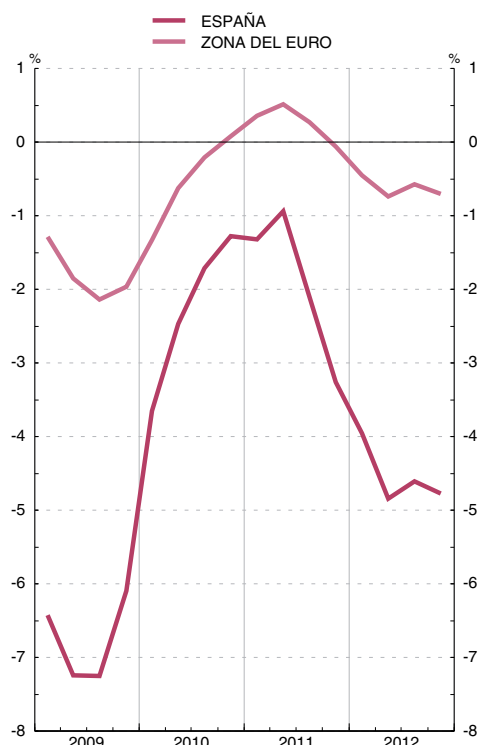
4.2. OCUPADOS Y ASALARIADOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

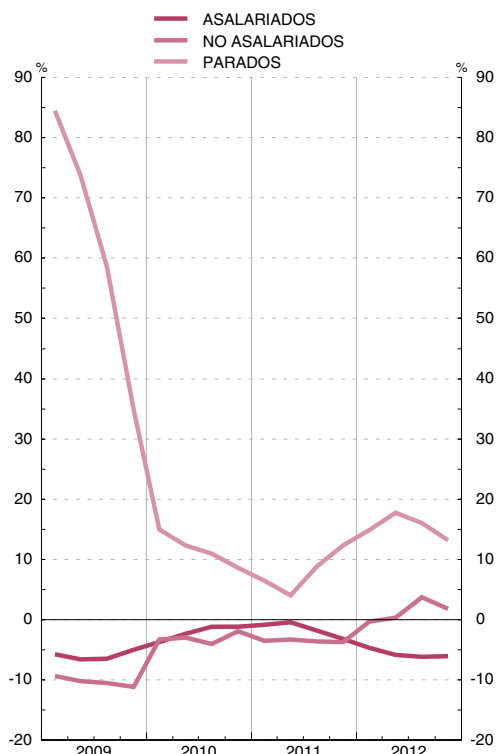
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Ocupados									Parados				Pro memoria: zona del euro		
		Total			Asalariados			No asalariados			Miles de personas (a)	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4		Tasa de paro (%) (a)	Ocupados 1 T 4	Tasa de paro (%)
		Miles de personas 1	Variación interanual (Miles de personas) 2	1 T 4 3	Miles de personas 4	Variación interanual (Miles de personas) 5	1 T 4 6	Miles de personas 7	Variación interanual (Miles de personas) 8	1 T 4 9							
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
09	M	18 888	-1 370	-6,8	15 681	-1 001	-6,0	3 207	-369	-10,3	4 150	1 559	60,2	18,01	-1,8	9,60	
10	M	18 457	-431	-2,3	15 347	-334	-2,1	3 110	-98	-3,0	4 632	483	11,6	20,07	-0,5	10,14	
11	M	18 105	-352	-1,9	15 105	-241	-1,6	2 999	-110	-3,6	4 999	367	7,9	21,64	0,3	10,17	
11 I-IV	M	18 105	-352	-1,9	15 105	-241	-1,6	2 999	-110	-3,6	4 999	367	7,9	21,64	0,3	10,17	
12 I-IV	M	17 282	-823	-4,5	14 242	-864	-5,7	3 040	41	1,4	5 769	770	15,4	25,03	-0,6	11,36	
10 //		18 477	-468	-2,5	15 363	-373	-2,4	3 113	-95	-3,0	4 646	508	12,3	20,09	-0,6	10,18	
10 ///		18 547	-323	-1,7	15 456	-194	-1,2	3 090	-130	-4,0	4 575	451	10,9	19,79	-0,2	10,13	
10 IV		18 408	-238	-1,3	15 314	-178	-1,2	3 094	-59	-1,9	4 697	370	8,6	20,33	0,1	10,10	
11 I		18 152	-243	-1,3	15 121	-133	-0,9	3 031	-110	-3,5	4 910	298	6,4	21,29	0,4	9,95	
11 //		18 303	-174	-0,9	15 292	-71	-0,5	3 011	-103	-3,3	4 834	188	4,1	20,89	0,5	9,91	
11 ///		18 156	-391	-2,1	15 179	-277	-1,8	2 977	-114	-3,7	4 978	404	8,8	21,52	0,3	10,21	
11 IV		17 808	-601	-3,3	14 829	-485	-3,2	2 978	-116	-3,7	5 274	577	12,3	22,85	-0,1	10,59	
12 I		17 433	-719	-4,0	14 411	-710	-4,7	3 022	-9	-0,3	5 640	729	14,9	24,44	-0,4	10,91	
12 //		17 417	-886	-4,8	14 397	-895	-5,9	3 020	9	0,3	5 693	859	17,8	24,63	-0,7	11,27	
12 ///		17 320	-836	-4,6	14 233	-946	-6,2	3 087	110	3,7	5 778	800	16,1	25,02	-0,6	11,50	
12 IV		16 957	-850	-4,8	13 926	-904	-6,1	3 032	53	1,8	5 965	692	13,1	26,02	-0,7	11,77	

OCUPADOS
Tasas de variación interanual



POBLACIÓN ACTIVA: DETALLE
Tasas de variación interanual



FUENTE: INE (Encuesta de Población Activa. Metodología EPA-2005).

a. Desde el primer trimestre de 2001 en adelante reflejan la nueva definición de parado, que implica una ruptura en las series. (Véase www.ine.es)

Nota general a los cuadros de la EPA: Como consecuencia del cambio en la base poblacional (Censo 2001), se han revisado todas las series que figuran en este cuadro, a partir del año 1996. Adicionalmente, desde el 1er. trimestre de 2005, se han incorporado las nuevas variables obligatorias a que se refiere el Reglamento (CE) 2257/2003 (sobre adaptación de lista de características de la EPA), se ha implantado un procedimiento centralizado para las entrevistas telefónicas y se ha modificado el cuestionario. Por tanto, en el 1er. trimestre de 2005, se produce una ruptura en las series de algunas variables. Para más información, véase www.ine.es.

4.3. EMPLEO POR RAMAS DE ACTIVIDAD. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

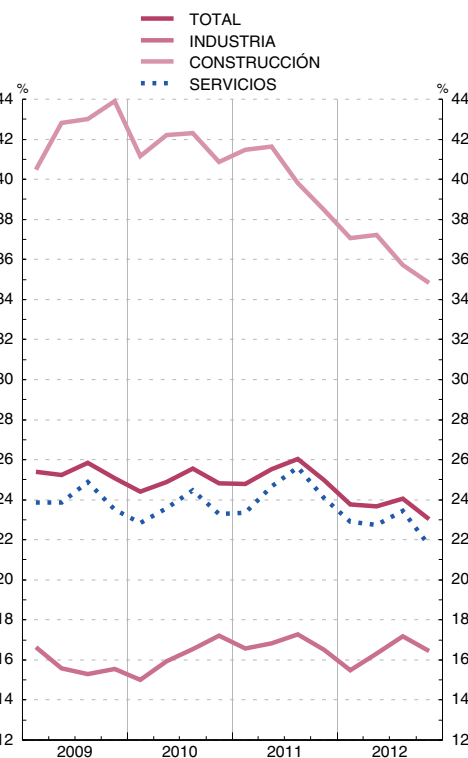
Tasas de variación interanual y porcentajes

		Total economía			Agricultura			Industria			Construcción			Servicios			Pro memoria:
		Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados ramas no agrarias
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
09	M	-6,8	-6,0	25,4	-4,0	-0,1	59,0	-13,3	-13,1	15,8	-23,0	-25,0	42,6	-2,5	-1,3	24,0	-6,9
10	M	-2,3	-2,1	24,9	0,9	5,4	59,1	-5,9	-5,2	16,2	-12,6	-14,9	41,6	-0,3	-0,1	23,5	-2,4
11	M	-1,9	-1,6	25,3	-4,1	-3,3	57,3	-2,1	-2,0	16,8	-15,6	-15,7	40,4	-0,0	0,1	24,4	-1,8
11 I-IV	M	-1,9	-1,6	25,3	-4,1	-3,3	57,3	-2,1	-2,0	16,8	-15,6	-15,7	40,4	-0,0	0,1	24,4	-3,4
12 I-IV	M	-4,5	-5,7	23,6	-0,9	-1,5	59,6	-4,9	-5,8	16,4	-17,6	-22,6	36,2	-3,3	-4,3	22,7	-4,9
10 II		-2,5	-2,4	24,9	-1,1	1,1	57,1	-6,4	-5,6	15,9	-11,6	-14,8	42,2	-0,4	-0,2	23,6	-2,5
10 III		-1,7	-1,2	25,6	2,3	11,2	55,4	-4,4	-3,2	16,5	-9,8	-12,3	42,3	-0,3	0,2	24,5	-1,9
10 IV		-1,3	-1,2	24,8	2,8	7,7	61,3	-2,2	-0,7	17,2	-12,8	-15,1	40,9	0,2	0,1	23,3	-1,5
11 I		-1,3	-0,9	24,8	-6,2	-4,6	59,1	-2,3	-1,1	16,6	-10,2	-9,0	41,5	0,3	0,2	23,4	-1,1
11 II		-0,9	-0,5	25,5	-4,8	-3,8	56,2	-1,6	-1,8	16,8	-15,9	-15,6	41,7	1,3	1,6	24,7	-0,8
11 III		-2,1	-1,8	26,0	-6,1	-8,4	54,2	-0,9	-0,5	17,3	-17,8	-18,5	39,8	-0,2	0,0	25,6	-1,9
11 IV		-3,3	-3,2	25,0	0,5	3,2	59,8	-3,7	-4,5	16,5	-18,8	-20,0	38,5	-1,6	-1,4	24,1	-3,4
12 I		-4,0	-4,7	23,8	-0,9	-3,2	60,4	-3,2	-4,6	15,5	-20,6	-26,0	37,0	-2,4	-2,6	22,9	-4,1
12 II		-4,8	-5,9	23,7	-1,2	-0,7	58,6	-5,4	-6,5	16,3	-16,6	-20,9	37,2	-3,7	-4,5	22,8	-5,0
12 III		-4,6	-6,2	24,0	1,8	1,0	55,4	-5,2	-6,6	17,2	-17,1	-22,4	35,7	-3,6	-5,0	23,4	-4,9
12 IV		-4,8	-6,1	23,0	-3,0	-2,6	64,0	-5,7	-5,7	16,5	-15,9	-20,8	34,8	-3,6	-5,1	21,7	-4,9

OCUPADOS
Tasas de variación interanual



RATIOS DE TEMPORALIDAD
Porcentajes



FUENTE: INE (Encuesta de Población Activa. Metodología EPA-2005).

a. Series recalculadas a partir de la matriz de paso a CNAE 2009 publicada por el INE. Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 24, cuadros 4 y 6.

Nota general a los cuadros de la EPA: Como consecuencia del cambio en la base poblacional (Censo 2001), se han revisado todas las series que figuran en este cuadro, a partir del año 1996. Adicionalmente, desde el 1er. trimestre de 2005, se han incorporado las nuevas variables obligatorias a que se refiere el Reglamento (CE) 2257/2003 (sobre adaptación de características de la EPA), se ha implantado un procedimiento centralizado para las entrevistas telefónicas y se ha modificado el cuestionario. Por tanto, en el 1er. trimestre de 2005 se produce una ruptura en las series de algunas variables. Para más información, véase www.ine.es.

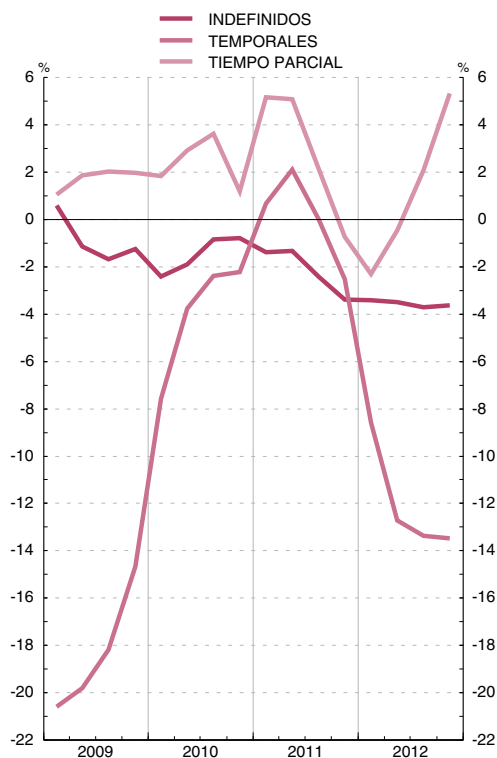
4.4. ASALARIADOS POR TIPO DE CONTRATO Y PARADOS POR DURACIÓN. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

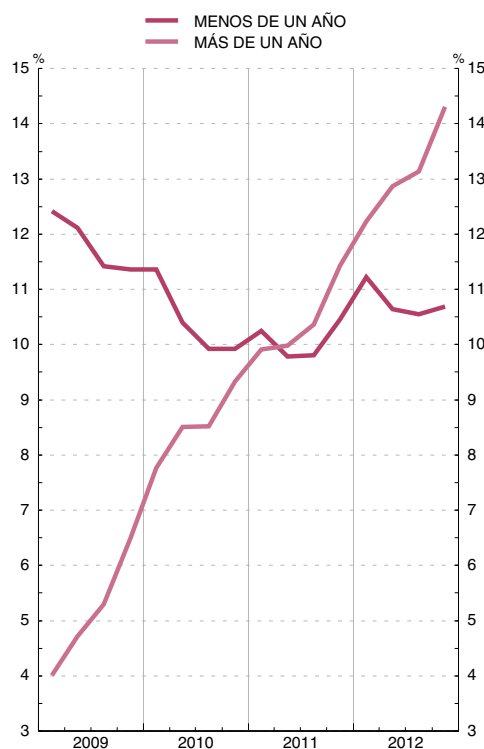
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Asalariados										Parados			
		Por tipo de contrato					Por duración de jornada					Por duración			
		Indefinido		Temporal			Tiempo completo		Tiempo parcial			Menos de un año		Más de un año	
		Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Ratio de temporalidad (%)	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	% sobre asalariados	Tasa de paro (%) (a)	1 T 4	Tasa de paro (%) (a)	1 T 4
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
09	M	-102	-0,9	-898	-18,4	25,40	-1 036	-7,1	36	1,7	13,34	11,83	53,8	5,13	114,0
10	M	-175	-1,5	-159	-4,0	24,91	-384	-2,8	50	2,4	13,95	10,40	-11,9	8,53	66,7
11	M	-244	-2,1	3	0,1	25,33	-304	-2,3	63	2,9	14,59	10,07	-3,1	10,42	22,2
11 I-IV	M	-244	-2,1	3	0,1	25,33	-469	-3,6	63	2,9	14,59	10,07	-3,1	10,42	22,2
12 I-IV	M	-402	-3,6	-461	-12,1	23,62	-1 019	-8,0	24	1,1	15,65	10,78	6,8	13,14	25,7
10 //		-224	-1,9	-149	-3,8	24,88	-436	-3,2	62	2,9	14,21	10,40	-14,0	8,51	80,6
III		-98	-0,8	-96	-2,4	25,56	-266	-2,0	73	3,6	13,42	9,92	-12,7	8,52	61,9
IV		-93	-0,8	-86	-2,2	24,82	-204	-1,5	26	1,2	14,20	9,93	-12,2	9,33	44,3
11 /		-158	-1,4	26	0,7	24,77	-243	-1,8	110	5,2	14,84	10,24	-9,6	9,92	27,9
II		-152	-1,3	81	2,1	25,52	-182	-1,4	111	5,1	15,01	9,79	-5,8	9,98	17,4
III		-278	-2,4	1	0,0	26,02	-322	-2,4	45	2,2	13,96	9,80	-1,1	10,37	21,7
IV		-389	-3,4	-96	-2,5	24,98	-469	-3,6	-16	-0,7	14,56	10,45	5,2	11,43	22,4
12 /		-388	-3,4	-321	-8,6	23,76	-658	-5,1	-52	-2,3	15,21	11,22	9,6	12,23	23,4
II		-399	-3,5	-496	-12,7	23,66	-885	-6,8	-10	-0,4	15,87	10,64	8,6	12,87	28,8
III		-418	-3,7	-529	-13,4	24,04	-990	-7,6	44	2,1	15,20	10,55	7,5	13,14	26,5
IV		-404	-3,6	-499	-13,5	23,02	-1 019	-8,0	115	5,3	16,33	10,69	1,6	14,31	24,4

ASALARIADOS
Tasas de variación interanual



PARADOS
Tasa de paro



FUENTE: INE (Encuesta de Población Activa. Metodología EPA-2005).

a. Desde el primer trimestre de 2001 en adelante reflejan la nueva definición de parado, que implica una ruptura en las series. (Véase www.ine.es)

Nota general a los cuadros de la EPA: Como consecuencia del cambio en la base poblacional (Censo 2001), se han revisado todas las series que figuran en este cuadro, a partir del año 1996. Adicionalmente, desde el 1er. trimestre de 2005, se han incorporado las nuevas variables obligatorias a que se refiere el Reglamento (CE) 2257/2003 (sobre adaptación de lista de características de la EPA), se ha implantado un procedimiento centralizado para las entrevistas telefónicas y se ha modificado el cuestionario. Por tanto, en el 1er. trimestre de 2005, se produce una ruptura en las series de algunas variables. Para más información, véase www.ine.es.

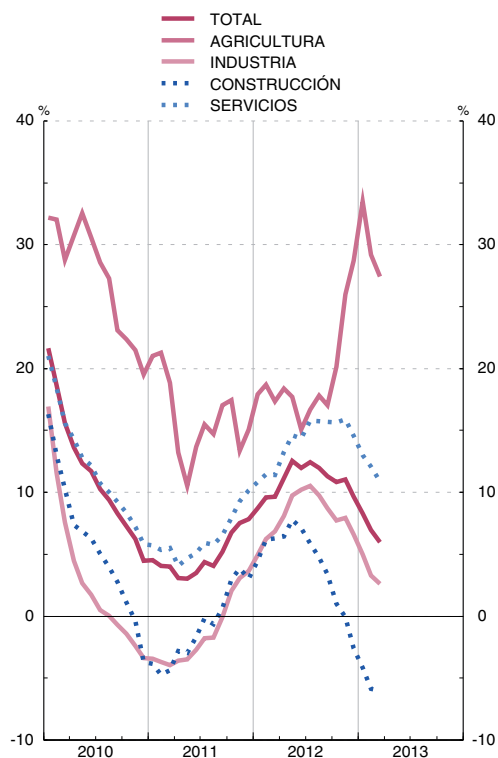
4.5. PARO REGISTRADO POR RAMAS DE ACTIVIDAD. CONTRATOS Y COLOCACIONES. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

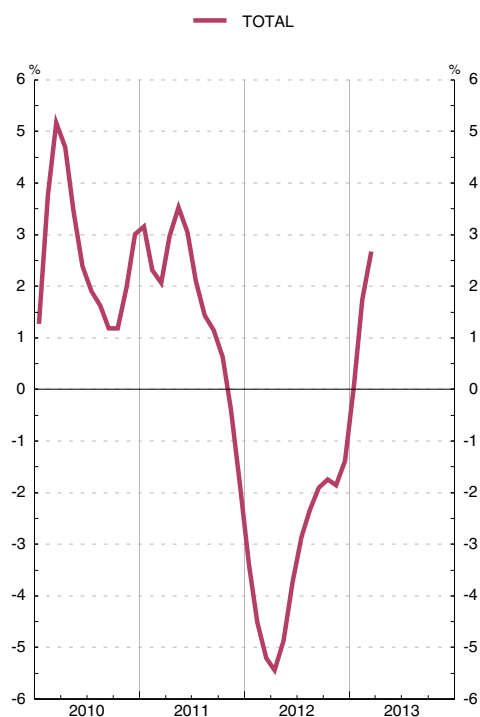
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Paro registrado										Contratos					Colocaciones	
		Total			Sin empleo anterior(a)	Anteriormente empleados (a)						Total		Porcentaje s/total			Total	
		Miles de personas	Variación inter-anual (Miles de personas)	T 12	T 12	T 12						Miles de personas	T 12	Indefinidos	Jornada parcial	De duración determinada	Miles de personas	T 12
						Total	Agricultura	No agrícola										
								Total	Industria	Construcción	Servicios							
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
10	M	4 061	417	11,4	35,1	9,9	27,4	9,4	3,1	5,7	12,1	1 201	2,8	8,55	29,26	91,45	1 191	2,3
11	M	4 257	196	4,8	12,9	4,1	16,0	3,8	-1,3	-0,9	6,3	1 203	0,1	7,74	30,69	92,26	1 213	1,9
12	M	4 720	463	10,9	3,4	11,6	19,3	11,3	8,1	4,2	14,1	1 147	-4,6	7,88	33,83	92,12	1 169	-3,7
12 E-M	M	4 688	400	9,3	5,4	9,7	18,0	9,4	6,0	5,6	11,2	1 008	-7,8	8,22	30,89	91,78	1 020	-6,4
13 E-M	M	5 019	331	7,1	-6,8	8,4	30,0	7,5	3,6	-5,4	12,0	1 007	-0,1	9,63	33,88	90,37	1 021	0,1
12 Feb		4 712	413	9,6	5,5	10,0	18,7	9,7	6,2	6,2	11,4	959	-5,2	7,77	30,87	92,23	970	-3,4
Mar		4 751	417	9,6	5,6	10,0	17,4	9,8	6,9	6,3	11,4	1 027	-11,1	9,59	32,41	90,41	1 036	-9,7
Abr		4 744	475	11,1	8,0	11,4	18,4	11,2	8,1	6,5	13,2	1 003	-6,0	8,98	33,46	91,02	1 023	-5,6
May		4 714	524	12,5	10,0	12,8	17,7	12,6	9,8	7,8	14,6	1 204	-6,6	7,97	32,79	92,03	1 221	-6,5
Jun		4 615	493	12,0	7,3	12,4	15,1	12,3	10,2	7,1	14,3	1 284	-2,2	7,13	34,78	92,87	1 282	-1,7
Jul		4 587	508	12,4	4,5	13,2	16,7	13,1	10,5	5,9	15,8	1 352	0,2	6,74	37,00	93,26	1 357	0,9
Ago		4 626	495	12,0	2,3	12,9	17,8	12,7	9,8	4,7	15,7	1 022	-3,7	6,05	33,65	93,95	1 035	-3,7
Sep		4 705	479	11,3	-0,9	12,5	17,0	12,4	8,7	3,4	15,7	1 241	-10,9	7,90	36,33	92,10	1 351	-8,3
Oct		4 834	473	10,8	-2,1	12,1	20,1	11,8	7,8	1,0	15,7	1 427	10,2	9,15	38,08	90,85	1 469	10,2
Nov		4 908	487	11,0	-2,3	12,3	26,0	11,8	8,0	-0,1	15,9	1 152	-5,4	8,70	34,81	91,30	1 153	-4,4
Dic		4 849	426	9,6	-2,6	10,8	28,7	10,1	6,6	-2,6	14,6	1 059	-9,2	7,31	32,42	92,69	1 071	-8,1
13 Ene		4 981	381	8,3	-5,4	9,5	33,5	8,6	5,0	-4,2	13,0	1 102	6,1	9,13	31,98	90,87	1 112	5,6
Feb		5 040	328	7,0	-6,9	8,3	29,2	7,4	3,3	-5,9	12,1	950	-1,0	9,64	33,86	90,36	962	-0,8
Mar		5 035	284	6,0	-8,3	7,3	27,4	6,5	2,6	-6,0	10,9	970	-5,6	10,11	35,80	89,89	989	-4,6

PARO REGISTRADO
Tasas de variación interanual



COLOCACIONES
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTE: Instituto de Empleo Servicio Público de Empleo Estatal (INEM).

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 24, cuadros 16 y 17.

a. Hasta diciembre de 2008, CNAE 1993; desde enero de 2009, CNAE 2009.

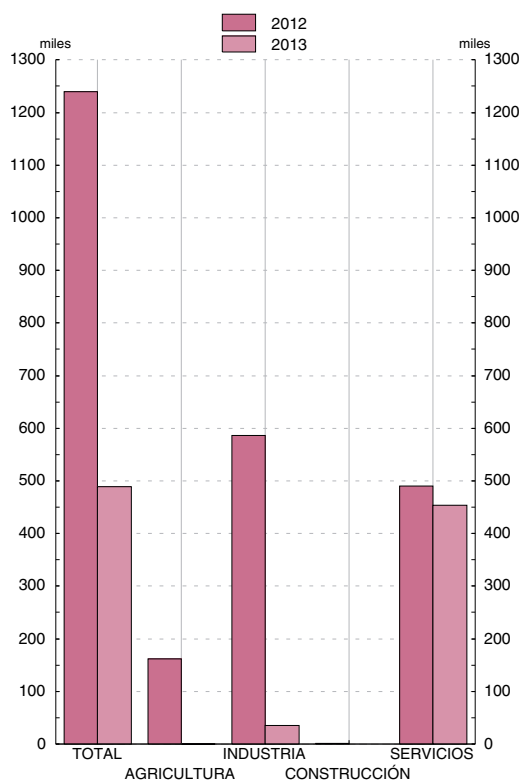
4.6. CONVENIOS COLECTIVOS. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

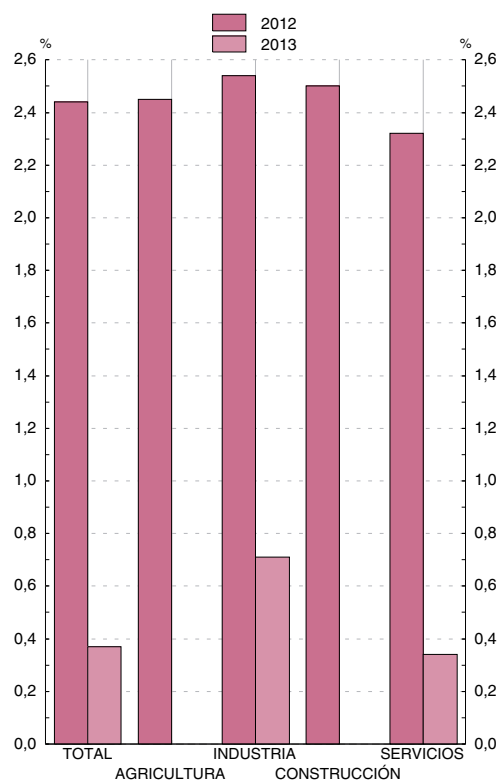
Miles de personas y porcentajes

	Según mes de inicio de efectos económicos (a)		Según mes de registro														
	Miles de trabajadores afectados	Incremento del salario medio pactado (%) (b)(c)	Miles de trabajadores afectados (a)								Incremento salarial medio pactado						
			Por re- visados	Por firmados	Total	Variación inter- anual	Agricul- tura	Indus- tria	Construc- ción	Servicios	Por re- visados	Por firmados	Total	Agricul- tura	Indus- tria	Construc- ción	Servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
							(d)	(d)	(d)	(d)				(d)	(d)	(d)	(d)
10	10 794	2,16	6 071	1 023	7 093	-1 583	557	1 699	1 084	3 753	1,32	1,20	1,30	1,35	1,08	1,49	1,34
11	9 836	2,43	5 110	1 157	6 267	-826	415	1 752	1 026	3 075	2,68	1,58	2,48	2,49	2,71	1,52	2,67
12	6 128	1,57	4 399	1 679	6 078	-189	392	1 323	417	3 947	1,54	0,69	1,31	1,81	1,41	1,07	1,25
11																	
<i>Ago</i>	9 691	2,45	4 506	518	5 024	968	351	1 309	919	2 445	2,77	1,60	2,65	2,53	3,04	1,52	2,88
<i>Sep</i>	9 785	2,44	4 513	609	5 122	-7	352	1 374	919	2 476	2,77	1,64	2,63	2,54	2,99	1,52	2,87
<i>Oct</i>	9 830	2,44	4 777	731	5 508	-694	372	1 404	932	2 800	2,73	1,73	2,60	2,51	2,99	1,52	2,78
<i>Nov</i>	9 832	2,44	4 972	1 092	6 064	-900	412	1 693	964	2 994	2,71	1,61	2,51	2,49	2,76	1,52	2,69
<i>Dic</i>	9 836	2,43	5 110	1 157	6 267	-826	415	1 752	1 026	3 075	2,68	1,58	2,48	2,49	2,71	1,52	2,67
12																	
<i>Ene</i>	5 685	1,61	1 225	15	1 240	-133	162	587	2	490	2,45	1,71	2,44	2,45	2,54	2,50	2,32
<i>Feb</i>	5 716	1,61	1 641	29	1 671	-559	164	648	2	856	2,33	1,13	2,31	2,47	2,49	2,50	2,14
<i>Mar</i>	5 718	1,61	2 063	41	2 105	-676	164	678	2	1 260	2,18	1,05	2,16	2,47	2,46	2,59	1,95
<i>Abr</i>	5 976	1,58	2 182	48	2 231	-794	164	699	2	1 365	2,16	1,15	2,14	2,47	2,44	2,59	1,94
<i>May</i>	5 983	1,58	2 356	349	2 705	-1 301	242	724	2	1 737	1,92	0,83	1,78	2,15	1,99	2,54	1,63
<i>Jun</i>	6 006	1,57	2 525	386	2 911	-1 808	243	747	21	1 900	1,86	0,85	1,73	2,15	1,96	1,20	1,58
<i>Jul</i>	6 017	1,57	2 842	415	3 257	-1 747	243	784	83	2 147	1,66	0,85	1,56	2,15	1,73	1,05	1,44
<i>Ago</i>	6 017	1,57	2 970	646	3 615	-1 408	244	881	234	2 256	1,60	0,87	1,47	2,15	1,57	1,02	1,40
<i>Sep</i>	6 083	1,56	3 212	1 231	4 443	-679	273	1 062	270	2 838	1,53	0,70	1,30	2,09	1,44	1,04	1,19
<i>Oct</i>	6 128	1,57	3 273	1 560	4 834	-674	295	1 100	343	3 096	1,50	0,69	1,24	1,94	1,42	1,03	1,13
<i>Nov</i>	6 128	1,57	4 175	1 618	5 794	-270	384	1 232	381	3 797	1,52	0,69	1,29	1,62	1,42	1,04	1,24
<i>Dic</i>	6 128	1,57	4 399	1 679	6 078	-189	392	1 323	417	3 947	1,54	0,69	1,31	1,81	1,41	1,07	1,25
13																	
<i>Ene</i>	489	0,37	471	17	489	-751	0	35	...	453	0,34	1,04	0,37	-	0,71	...	0,34

TRABAJADORES AFECTADOS
Enero-enero



INCREMENTO SALARIAL MEDIO PACTADO
Enero-enero



FUENTE: Ministerio de Empleo y Seguridad Social, Estadística de Convenios Colectivos de Trabajo. Avance mensual.

a. Datos acumulados.

b. Hasta el año 2011, incorpora las revisiones por cláusula de salvaguarda. El año 2012 no incorpora tales revisiones.

c. La información del número de convenios registrados hasta el 31 de enero de 2013 con efectos económicos en 2013 no es homogénea con la del mismo periodo del año anterior. En los convenios registrados hasta el 31 de enero de 2012 se incluyeron 568 convenios plurianuales con efectos económicos anteriores a 2012.

d. Hasta diciembre 2008, CNAE 1993; desde enero 2009, CNAE 2009.

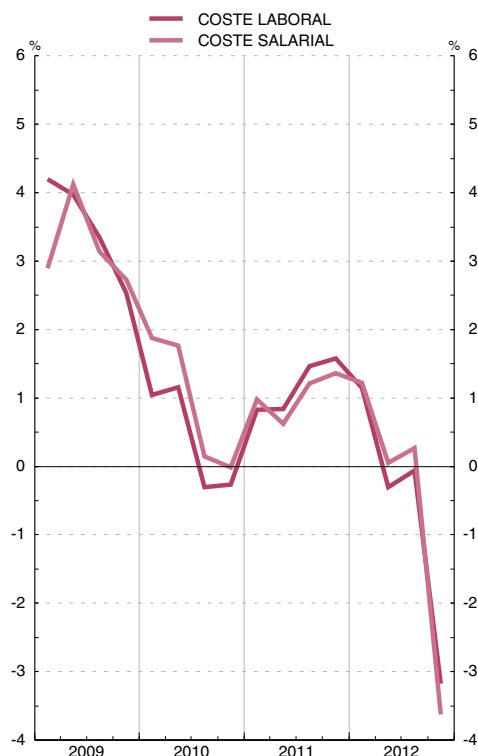
4.7. ENCUESTA TRIMESTRAL DE COSTE LABORAL

■ Serie representada gráficamente.

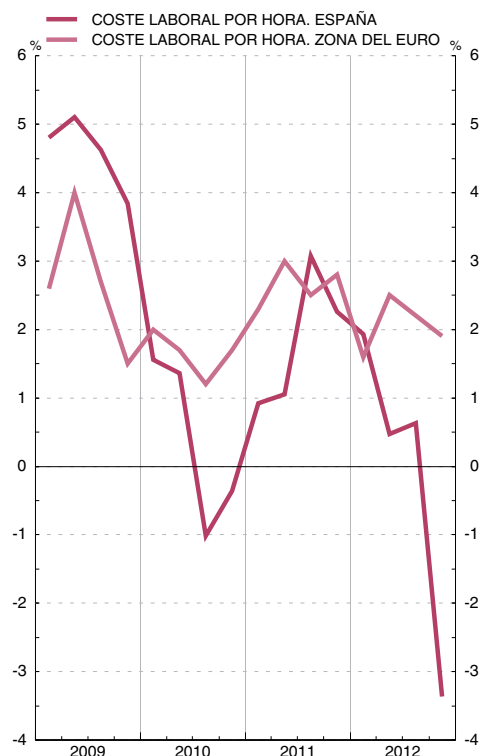
Tasas de variación interanual

		Coste laboral					Coste salarial					Otros costes por trabajador y mes	Pro memoria: Coste laboral por hora efectiva (a)	
		Por trabajador y mes				Por hora efectiva	Por trabajador y mes				Por hora efectiva		España (b)	Zona del euro (c)
		Total	Industria	Construcción	Servicios		Total	Industria	Construcción	Servicios				
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
09	M	3,5	3,1	5,4	3,5	5,6	3,2	2,1	5,2	3,2	5,3	4,3	4,6	2,7
10	M	0,4	2,3	0,1	0,2	0,6	0,9	2,9	0,8	0,5	1,1	-1,1	0,3	1,7
11	M	1,2	1,7	2,8	1,0	2,2	1,0	2,8	2,5	0,5	2,1	1,6	1,9	2,7
11 I-IV	M	1,2	1,7	2,8	1,0	2,2	1,0	2,8	2,5	0,5	2,1	1,6	1,9	2,7
12 I-IV	M	-0,6	1,9	1,5	-1,3	-0,1	-0,6	1,2	1,3	-1,1	-0,1	-0,8	-0,2	2,1
10 II		1,2	2,5	0,4	1,1	0,8	1,8	3,0	1,4	1,6	1,4	-0,6	1,4	1,7
III		-0,3	2,1	-0,9	-0,6	-1,4	0,1	2,9	-0,9	-0,4	-0,9	-1,5	-1,0	1,2
IV		-0,3	2,3	0,2	-0,8	1,1	-	2,8	0,6	-0,7	1,3	-1,0	-0,4	1,7
11 I		0,8	1,3	2,8	0,6	-	1,0	3,0	2,3	0,3	0,2	0,4	0,9	2,3
II		0,8	1,6	3,0	0,6	1,5	0,6	3,1	3,2	-0,2	1,3	1,5	1,1	3,0
III		1,5	2,2	1,8	1,4	4,8	1,2	2,8	1,9	0,8	4,5	2,2	3,1	2,5
IV		1,6	1,8	3,3	1,5	2,5	1,4	2,3	2,4	1,1	2,2	2,2	2,3	2,8
12 I		1,1	2,6	2,3	0,8	1,4	1,2	1,9	1,3	1,0	1,5	0,9	1,9	1,6
II		-0,3	2,6	2,6	-1,0	0,7	-	2,1	2,2	-0,5	1,0	-1,4	0,5	2,5
III		-0,1	1,8	1,0	-0,4	-	0,3	1,0	1,2	0,0	0,3	-0,9	0,6	2,2
IV		-3,2	0,7	0,0	-4,2	-2,2	-3,6	-0,2	0,4	-4,7	-2,7	-1,8	-3,4	1,9

POR TRABAJADOR Y MES
Tasas de variación interanual



POR HORA EFECTIVA
Tasas de variación interanual



FUENTES: INE (Encuesta Trimestral de Coste Laboral e Índice de Coste Laboral Armonizado) y Eurostat.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 24, cuadros 25, 26 y 27.

a. Corregido de efecto calendario.

b. Índice de Coste Laboral Armonizado (base 2008).

c. Total economía, excluyendo agricultura, Administración Pública, educación, sanidad y otros servicios no clasificados en otra rúbrica.

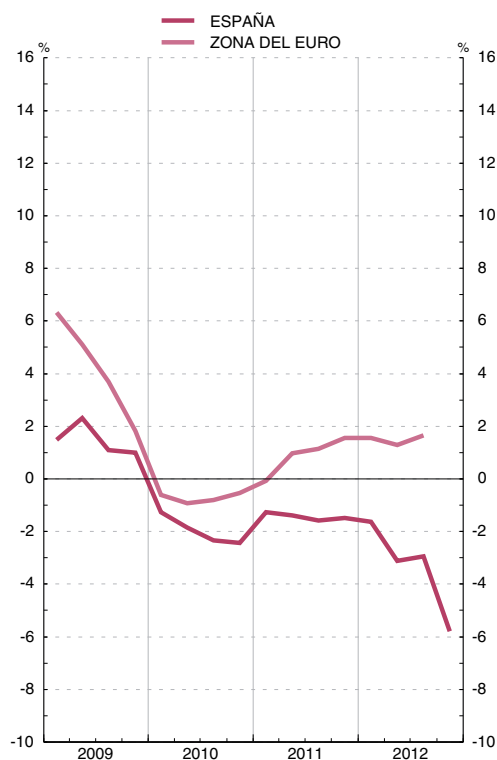
4.8. COSTES LABORALES UNITARIOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

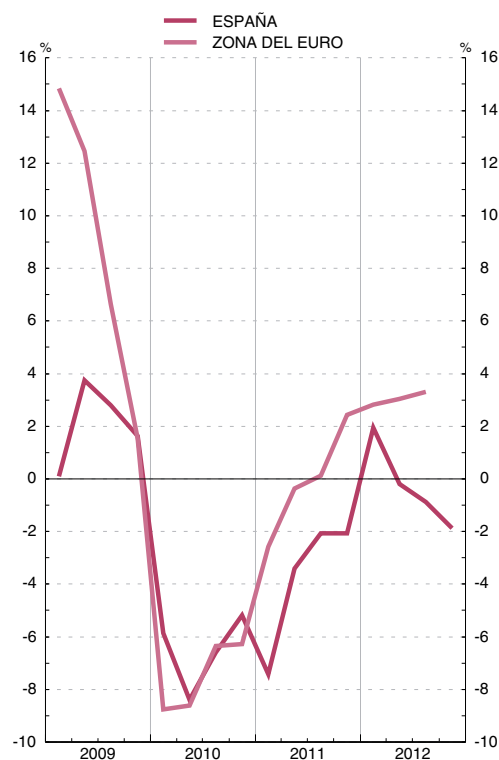
Tasas de variación interanual

		Costes laborales unitarios				Total economía				Pro memoria			
		Total economía		Industria		Remuneración por asalariado		Productividad		PIB (en volumen)		Empleo (ocupados) Total economía	
		España	Zona del euro	España	Zona del euro	España (b)	Zona del euro	España	Zona del euro	España	Zona del euro	España (b)	Zona del euro
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
10	P	-2,0	-0,7	-6,5	-7,5	0,3	1,8	2,3	2,5	-0,3	2,0	-2,5	-0,5
11	P	-1,4	0,9	-3,8	-0,1	0,7	2,1	2,2	1,2	0,4	1,5	-1,7	0,3
12	P	-3,4	...	-0,3	...	-0,3	...	3,2	...	-1,4	-0,5	-4,4	...
10 /	P	-1,3	-0,6	-5,9	-8,8	1,4	1,7	2,7	2,3	-1,5	1,0	-4,1	-1,3
II	P	-1,9	-0,9	-8,4	-8,6	0,8	2,0	2,7	2,9	-0,2	2,3	-2,8	-0,6
III	P	-2,3	-0,8	-6,6	-6,4	-0,4	1,7	2,0	2,5	0,0	2,3	-1,9	-0,2
IV	P	-2,4	-0,5	-5,2	-6,3	-0,7	1,6	1,7	2,2	0,4	2,3	-1,4	0,1
11 /	P	-1,3	-0,1	-7,4	-2,6	0,6	2,0	1,9	2,1	0,5	2,4	-1,4	0,4
II	P	-1,4	1,0	-3,4	-0,4	0,1	2,1	1,5	1,1	0,5	1,6	-0,9	0,5
III	P	-1,6	1,1	-2,1	0,1	0,7	2,2	2,3	1,0	0,6	1,3	-1,6	0,3
IV	P	-1,5	1,6	-2,1	2,4	1,4	2,2	2,9	0,7	-0,0	0,6	-2,9	-0,1
12 /	P	-1,6	1,5	2,0	2,8	1,4	2,0	3,1	0,4	-0,7	-0,1	-3,7	-0,5
II	P	-3,1	1,3	-0,2	3,0	0,2	1,6	3,5	0,3	-1,4	-0,5	-4,7	-0,7
III	P	-2,9	1,7	-0,9	3,3	0,1	1,8	3,1	0,1	-1,6	-0,6	-4,6	-0,7
IV	P	-5,8	...	-1,9	...	-3,0	...	2,9	...	-1,9	-0,9	-4,7	...

COSTES LABORALES UNITARIOS: TOTAL
Tasas de variación interanual



COSTES LABORALES UNITARIOS: INDUSTRIA
Tasas de variación interanual



FUENTES: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España. Base 2008) y BCE.

a. España: elaborado según el SEC 95, series corregidas de efectos estacionales y de calendario (véase Boletín Económico de abril 2002).

b. Empleo equivalente a tiempo completo.

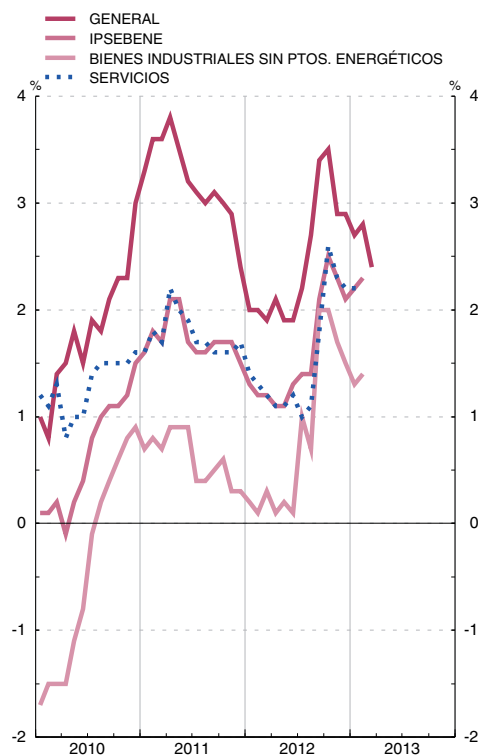
5.1. ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. ESPAÑA. BASE 2011 = 100

■ Serie representada gráficamente.

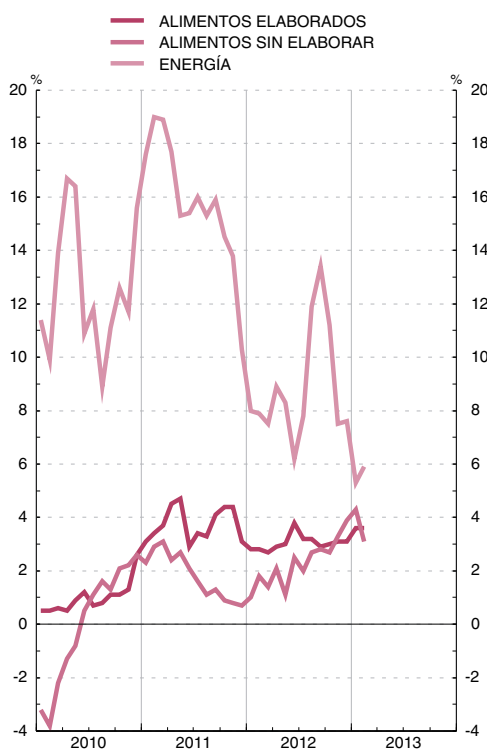
Índices y tasas de variación interanual

Índice general (100%)					Tasa de variación interanual (T_{12}^1)						Pro memoria: precios percibidos por agricultores (base 2005)	
	Serie original	m ₁ (a)	1 T ₁₂ (b)	s/ T _{dic} (c)	Alimentos no elaborados	Alimentos elaborados	Bienes industriales sin productos energéticos	Energía	Servicios	IPSEBENE	Serie original	1 T ₁₂
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
10 M	96,9	—	1,8	3,0	0,0	1,0	-0,4	12,6	1,3	0,6	100,8	6,2
11 M	100,0	—	3,2	2,4	1,8	3,8	0,6	15,8	1,8	1,7	101,5	0,7
12 M	102,4	—	2,5	2,9	2,3	3,0	0,8	8,9	1,5	1,6	...	...
12 E-F M	100,3	-0,5	2,0	-1,1	1,4	2,8	0,2	8,0	1,4	1,3	102,7	0,7
13 E-F M	103,1	-0,6	2,7	-1,2	3,7	3,6	1,3	5,6	2,2	2,2	...	...
11 Nov	101,3	0,4	2,9	2,2	0,8	4,4	0,3	13,8	1,6	1,7	101,6	-0,2
11 Dic	101,4	0,1	2,4	2,4	0,7	3,1	0,3	10,3	1,7	1,5	100,3	-2,7
12 Ene	100,3	-1,1	2,0	-1,1	1,0	2,8	0,2	8,0	1,4	1,3	99,0	0,0
12 Feb	100,4	0,1	2,0	-1,0	1,8	2,8	0,1	7,9	1,3	1,2	106,7	1,4
12 Mar	101,1	0,7	1,9	-0,3	1,4	2,7	0,3	7,5	1,2	1,2	110,9	5,1
12 Abr	102,5	1,4	2,1	1,1	2,1	2,9	0,1	8,9	1,1	1,1	108,5	2,7
12 May	102,3	-0,1	1,9	0,9	1,1	3,0	0,2	8,3	1,1	1,1	109,0	2,4
12 Jun	102,1	-0,2	1,9	0,7	2,5	3,8	0,1	6,2	1,2	1,3	110,1	1,3
12 Jul	101,9	-0,2	2,2	0,5	2,0	3,2	1,0	7,8	1,0	1,4	100,1	9,4
12 Ago	102,5	0,6	2,7	1,1	2,7	3,2	0,7	11,9	1,1	1,4	105,8	14,7
12 Sep	103,5	1,0	3,4	2,1	2,8	2,9	2,0	13,4	1,8	2,1	118,5	15,4
12 Oct	104,4	0,8	3,5	2,9	2,7	3,0	2,0	11,2	2,6	2,5	124,8	20,6
12 Nov	104,2	-0,1	2,9	2,8	3,3	3,1	1,7	7,5	2,3	2,3	119,7	17,8
12 Dic	104,3	0,1	2,9	2,9	3,9	3,1	1,5	7,6	2,2	2,1	...	...
13 Ene	103,0	-1,3	2,7	-1,3	4,3	3,6	1,3	5,3	2,2	2,2	...	...
13 Feb	103,1	0,2	2,8	-1,1	3,1	3,6	1,4	5,9	2,2	2,3	...	...

ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. GENERAL Y COMPONENTES
Tasas de variación interanual



ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. COMPONENTES
Tasas de variación interanual



FUENTES: INE, Ministerio de Agricultura, Alimentación y Medio Ambiente.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 25, cuadros 2 y 8.

a. Tasa de variación intermensual no anualizada.

b. Para los períodos anuales, representa el crecimiento medio de cada año respecto al anterior.

c. Para los períodos anuales, representa el crecimiento diciembre sobre diciembre.

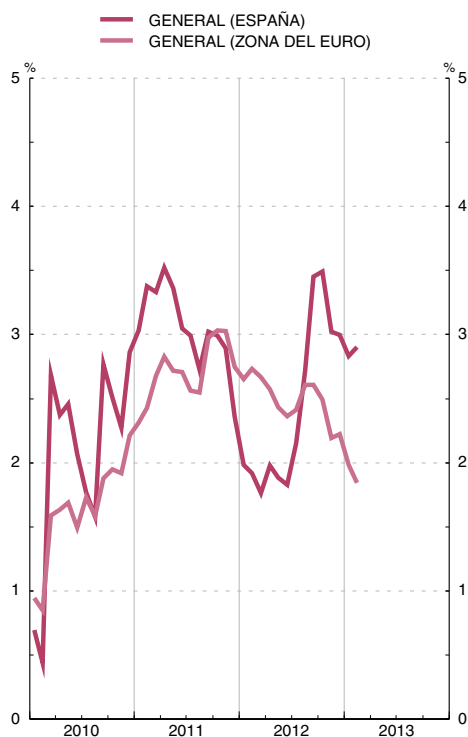
5.2. ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO. BASE 2005 = 100 (a)

■ Serie representada gráficamente.

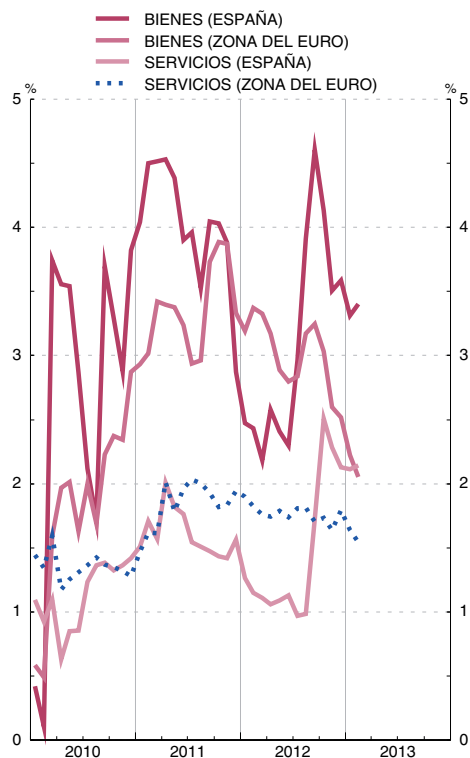
Tasas de variación interanual

		Índice general		Bienes														Servicios	
		España	Zona del euro	España	Zona del euro	Alimentos						Industriales						España	Zona del euro
						Total		Elaborados		No elaborados		España	Zona del euro	No energéticos		Energía			
						España	Zona del euro	España	Zona del euro	España	Zona del euro			España	Zona del euro	España	Zona del euro		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
10	M	2,0	1,6	2,7	1,8	1,1	1,1	1,4	0,9	0,7	1,3	3,5	2,2	0,3	0,5	12,5	7,4	1,1	1,4
11	M	3,1	2,7	4,0	3,3	2,8	2,7	4,2	3,3	1,3	1,8	4,7	3,7	0,5	0,8	15,7	11,9	1,6	1,8
12	M	2,4	2,5	3,1	3,0	2,6	3,1	3,5	3,1	1,6	3,0	3,4	3,0	1,0	1,2	8,8	7,6	1,5	1,8
12 E-F	M	1,9	2,7	2,5	3,3	2,2	3,2	2,9	4,1	1,4	1,9	2,6	3,3	0,3	1,0	7,9	9,4	1,2	1,9
13 E-F	MP	2,9	1,9	3,4	2,1	3,7	3,0	3,9	2,3	3,3	4,1	3,2	1,7	1,9	0,8	5,6	3,9	2,1	1,6
11 Nov		2,9	3,0	3,9	3,9	3,3	3,4	5,1	4,3	1,5	1,9	4,2	4,1	0,5	1,3	13,7	12,3	1,4	1,8
11 Dic		2,4	2,7	2,9	3,3	2,3	3,1	3,4	4,1	1,0	1,6	3,2	3,4	0,5	1,2	10,3	9,7	1,6	1,9
12 Ene		2,0	2,7	2,5	3,2	2,2	3,1	2,9	4,1	1,4	1,6	2,6	3,2	0,3	0,9	7,9	9,2	1,3	1,9
12 Feb		1,9	2,7	2,4	3,4	2,1	3,3	2,9	4,1	1,3	2,2	2,6	3,4	0,2	1,0	7,8	9,5	1,1	1,8
12 Mar		1,8	2,7	2,2	3,3	1,8	3,3	2,9	3,9	0,6	2,2	2,4	3,4	0,3	1,4	7,5	8,5	1,1	1,8
12 Abr		2,0	2,6	2,6	3,2	2,2	3,1	3,3	3,7	0,9	2,1	2,8	3,2	0,2	1,3	8,9	8,1	1,1	1,7
12 May		1,9	2,4	2,4	2,9	1,9	2,8	3,5	3,4	0,2	1,8	2,7	3,0	0,4	1,3	8,2	7,3	1,1	1,8
12 Jun		1,8	2,4	2,3	2,8	2,9	3,2	4,7	3,2	0,9	3,1	2,0	2,6	0,2	1,3	6,2	6,1	1,1	1,7
12 Jul		2,2	2,4	3,0	2,8	2,3	2,9	4,0	2,9	0,5	2,9	3,3	2,8	1,3	1,5	7,8	6,1	1,0	1,8
12 Ago		2,7	2,6	3,9	3,2	3,1	3,0	3,9	2,7	2,3	3,5	4,3	3,3	1,0	1,1	11,9	8,9	1,0	1,8
12 Sep		3,5	2,6	4,6	3,2	3,1	2,9	3,2	2,5	3,0	3,7	5,4	3,4	2,0	1,2	13,3	9,1	1,7	1,7
12 Oct		3,5	2,5	4,1	3,0	2,9	3,1	3,3	2,4	2,5	4,3	4,8	3,0	2,1	1,1	11,2	8,0	2,5	1,7
12 Nov		3,0	2,2	3,5	2,6	3,0	3,0	3,4	2,4	2,6	4,1	3,8	2,4	2,2	1,1	7,5	5,7	2,3	1,6
12 Dic		3,0	2,2	3,6	2,5	3,3	3,2	3,4	2,4	3,3	4,4	3,7	2,2	2,1	1,0	7,6	5,2	2,1	1,8
13 Ene		2,8	2,0	3,3	2,2	3,8	3,2	3,9	2,3	3,7	4,8	3,0	1,7	1,9	0,8	5,3	3,9	2,1	1,6
13 Feb	P	2,9	1,8	3,4	2,1	3,5	2,7	3,9	2,3	3,0	3,5	3,3	1,7	2,0	0,8	5,9	3,9	2,1	1,5

ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO. GENERAL
Tasas de variación interanual



ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO. COMPONENTES
Tasas de variación interanual



FUENTE: Eurostat.

a. Desde enero de 2011 se han incorporado las normas del Reglamento CE N°330/2009 de la Comisión Europea sobre el tratamiento de los productos estacionales, lo que provoca una ruptura de las series. Las series construidas con la nueva metodología sólo están disponibles desde enero de 2010. Las tasas interanuales aquí presentadas para 2010 son las difundidas por Eurostat, construidas haciendo uso de la serie con la nueva metodología para 2010 y de la serie con la antigua para 2009. De esta forma, esas tasas ofrecen una visión distorsionada al comparar índices de precios con dos metodologías diferentes. Las tasas interanuales del IAPC en 2010 calculadas de modo coherente haciendo uso solamente de la metodología anterior y que por tanto son homogéneas, son las siguientes: Ene:1,1; Feb:0,9; Mar:1,5; Abr:1,6; May:1,8; Jun:1,5; Jul:1,9; Ago:1,8; Sep:2,1; Oct:2,3; Nov:2,2; Dic:2,9. Pueden consultarse notas metodológicas más detalladas en la página de Eurostat en la Red (www.europa.eu.int)

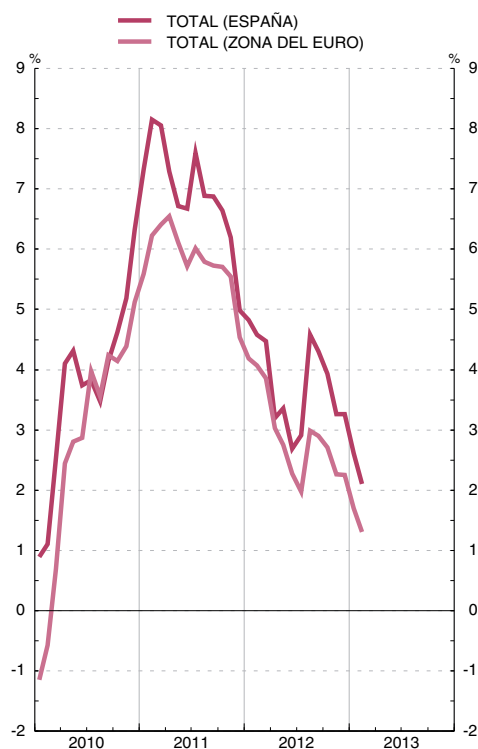
5.3. ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO. BASE 2010 = 100

■ Serie representada gráficamente.

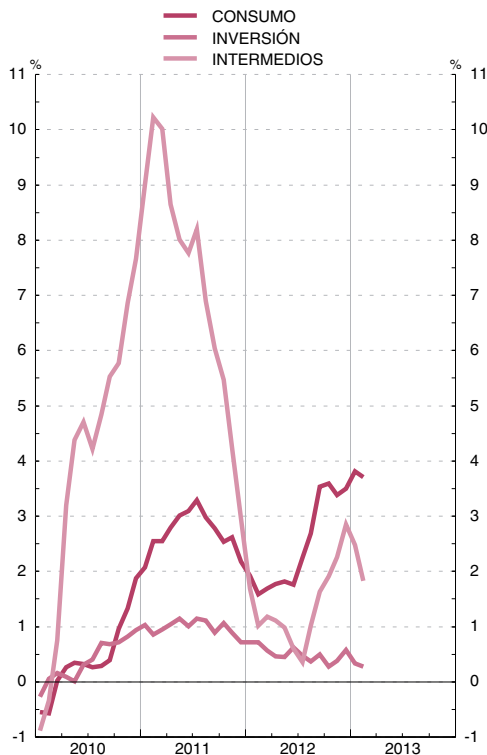
Tasas de variación interanual

		General			Bienes de consumo		Bienes de equipo		Bienes intermedios		Energía		Pro memoria: zona del euro				
		Serie original	m 1 (a)	T 12	m 1 (a)	T 12	m 1 (a)	T 12	m 1 (a)	T 12	m 1 (a)	T 12	Total	Bienes de consumo	Bienes de inversión	Bienes Intermedios	Energía
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
													T 12	T 12	T 12	T 12	T 12
10	M	100,0	—	3,7	—	0,4	—	0,4	—	3,9	—	10,2	2,7	0,4	0,3	3,6	5,6
11	M	106,9	—	6,9	—	2,7	—	1,0	—	7,2	—	15,3	5,8	3,3	1,5	5,9	11,0
12	MP	111,0	—	3,8	—	2,5	—	0,5	—	1,4	—	9,7	2,9	2,4	1,0	0,8	6,4
12 E-F	M	110,1	—	4,7	—	1,8	—	0,7	—	1,4	—	14,2	4,1	3,0	1,3	1,5	9,5
13 E-F	MP	112,7	—	2,4	—	3,8	—	0,3	—	2,2	—	2,1	1,5	2,2	0,8	1,0	1,9
11 Nov		107,8	0,1	6,2	0,2	2,6	-0,1	0,9	-0,5	4,2	0,9	16,1	5,5	3,6	1,4	3,6	12,0
	Dic	107,8	0,0	5,0	0,0	2,2	-0,2	0,7	-0,4	3,0	0,5	13,4	4,5	3,2	1,4	2,8	9,4
12 Ene		109,7	1,8	4,8	0,2	1,9	0,3	0,7	0,6	1,7	5,5	14,2	4,2	3,1	1,3	1,7	9,4
	Feb	110,5	0,7	4,6	0,2	1,6	0,1	0,7	0,8	1,0	1,5	14,3	4,1	2,9	1,2	1,2	9,5
	Mar	111,3	0,7	4,5	0,2	1,7	-0,0	0,6	0,6	1,2	1,5	13,4	3,9	2,8	1,2	1,0	9,0
	Abr	110,5	-0,7	3,2	0,4	1,8	0,0	0,5	0,5	1,1	-3,2	8,6	3,0	2,3	1,2	0,6	6,8
	May	110,4	-0,1	3,4	0,2	1,8	-0,0	0,4	0,2	1,0	-0,7	9,4	2,8	2,0	1,1	0,5	6,4
	Jun	109,7	-0,6	2,7	0,0	1,8	0,3	0,6	-0,5	0,6	-1,9	7,2	2,3	2,0	1,1	0,1	5,1
	Jul	110,8	1,0	2,9	0,7	2,2	-0,0	0,5	-0,1	0,4	3,0	7,7	2,0	2,1	1,0	-0,2	4,4
	Ago	112,2	1,2	4,6	0,6	2,7	-0,0	0,4	0,5	1,0	3,3	13,0	3,0	2,3	0,9	0,3	7,3
	Sep	112,1	-0,1	4,3	0,8	3,5	0,1	0,5	0,4	1,6	-1,5	10,1	2,9	2,5	0,8	0,7	6,4
	Oct	111,9	-0,2	3,9	0,0	3,6	-0,1	0,3	-0,1	1,9	-0,6	8,4	2,7	2,5	0,8	1,2	5,2
	Nov	111,3	-0,5	3,3	-0,0	3,4	0,0	0,4	-0,2	2,3	-1,7	5,6	2,3	2,4	0,9	1,4	3,8
	Dic	111,3	0,0	3,3	0,1	3,5	0,0	0,6	0,2	2,9	-0,3	4,8	2,2	2,5	0,9	1,6	3,6
13 Ene	P	112,6	1,1	2,6	0,5	3,8	0,0	0,3	0,3	2,5	3,4	2,6	1,7	2,3	0,7	1,3	2,2
	Feb	112,8	0,2	2,1	0,1	3,7	0,0	0,3	0,2	1,8	0,5	1,6	1,3	2,1	0,8	0,7	1,6

ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. GENERAL
Tasas de variación interanual



ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. COMPONENTES
Tasas de variación interanual



FUENTES: INE y BCE.

Nota: Las series de base de este indicador, para España, figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 25, cuadro 3.

a. Tasa de variación intermensual no anualizada.

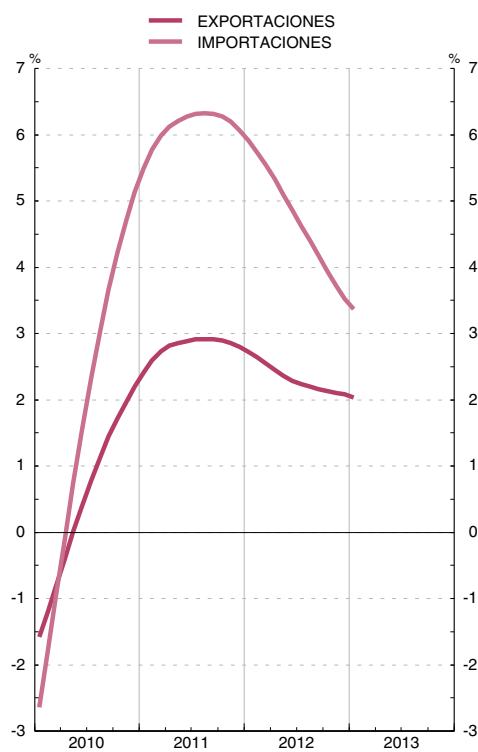
5.4. ÍNDICES DEL VALOR UNITARIO DEL COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

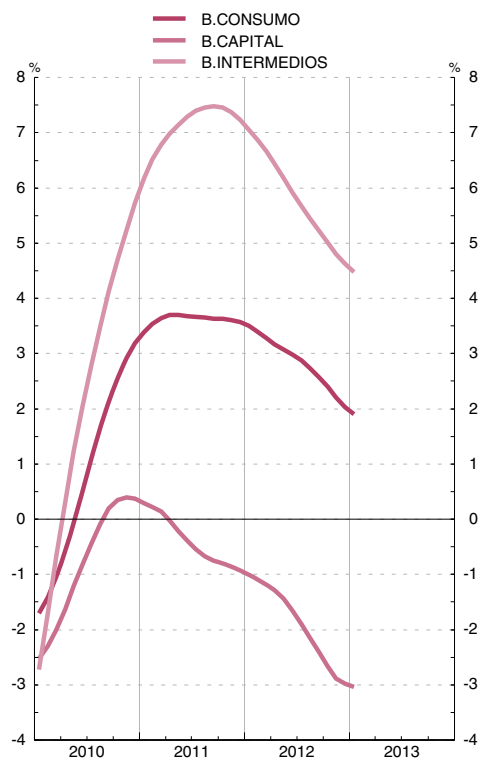
Tasas de variación interanual

	Exportaciones / Expediciones						Importaciones / Introducciones					
	Total	Bienes de consumo	Bienes de capital	Bienes intermedios			Total	Bienes de consumo	Bienes de capital	Bienes intermedios		
				Total	Energéticos	No energéticos				Total	Energéticos	No energéticos
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
10	1,6	3,1	-5,2	1,8	16,8	0,9	4,7	1,7	2,4	6,2	25,8	0,5
11	4,9	3,9	1,5	6,0	30,2	3,5	8,5	5,5	-0,8	10,6	25,6	5,2
12	2,1	5,7	7,0	-0,4	3,1	-0,7	4,6	3,4	-2,1	5,7	10,0	2,3
12 E-E	2,0	3,2	14,0	-0,1	0,5	-0,7	5,5	6,9	-2,4	5,9	17,9	1,4
13 E-E	2,4	5,2	-7,2	2,3	-4,0	3,1	-0,9	-0,4	2,6	-1,4	-4,3	-1,1
11 Ago	2,1	2,1	-6,3	3,3	21,5	2,0	5,3	3,8	-3,3	6,8	21,3	1,2
Sep	3,7	5,3	-3,8	4,0	24,4	2,2	7,1	1,7	-8,3	10,8	25,9	3,7
Oct	6,1	3,3	4,0	7,9	28,1	2,9	8,6	5,1	2,3	10,9	24,4	6,4
Nov	4,2	0,4	4,0	6,6	36,4	0,7	10,7	5,1	1,8	13,8	29,4	7,3
Dic	4,4	2,3	3,5	5,7	23,4	4,5	6,4	6,6	-1,9	7,3	20,0	1,5
12 Ene	2,0	3,2	14,0	-0,1	0,5	-0,7	5,5	6,9	-2,4	5,9	17,9	1,4
Feb	5,1	4,9	14,3	3,9	10,2	2,4	7,8	4,8	-0,9	9,6	16,7	4,1
Mar	3,7	8,5	7,9	0,1	1,2	-1,2	8,5	4,4	3,0	10,5	13,2	5,7
Abr	-0,4	3,1	1,9	-2,6	-0,1	-2,5	4,0	-0,2	0,0	5,6	10,9	1,6
May	2,1	4,4	2,5	1,1	3,6	0,9	7,0	0,6	6,9	9,0	10,6	6,9
Jun	0,5	6,4	5,3	-3,3	-3,8	-3,4	4,6	6,9	2,7	4,2	5,7	2,5
Jul	-0,1	3,5	1,8	-2,2	0,9	-3,1	1,0	6,1	-4,1	-0,0	3,0	-1,7
Ago	2,1	6,3	7,3	-0,1	7,6	-0,7	5,8	4,3	-4,7	7,1	15,6	-0,9
Sep	3,3	5,1	13,3	1,7	6,6	0,8	5,5	4,8	7,1	5,4	11,7	1,4
Oct	0,0	5,4	3,9	-3,1	5,9	-1,8	4,6	4,4	-10,0	6,0	10,2	2,8
Nov	2,1	7,5	10,9	-2,1	-1,7	1,1	-1,3	-0,7	-15,1	-0,2	1,9	-1,3
Dic	4,4	10,0	1,1	1,7	6,9	-0,2	2,5	-1,7	-8,1	5,3	3,1	5,5
13 Ene	2,4	5,2	-7,2	2,3	-4,0	3,1	-0,9	-0,4	2,6	-1,4	-4,3	-1,1

ÍNDICES DEL VALOR UNITARIO DE LAS EXPORTACIONES Y DE LAS IMPORTACIONES (a)



ÍNDICES DEL VALOR UNITARIO DE LAS IMPORTACIONES POR GRUPOS DE PRODUCTOS (a)



FUENTES: ME, MHAP y BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 18, cuadros 6 y 7.

a. Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO-SEATS).

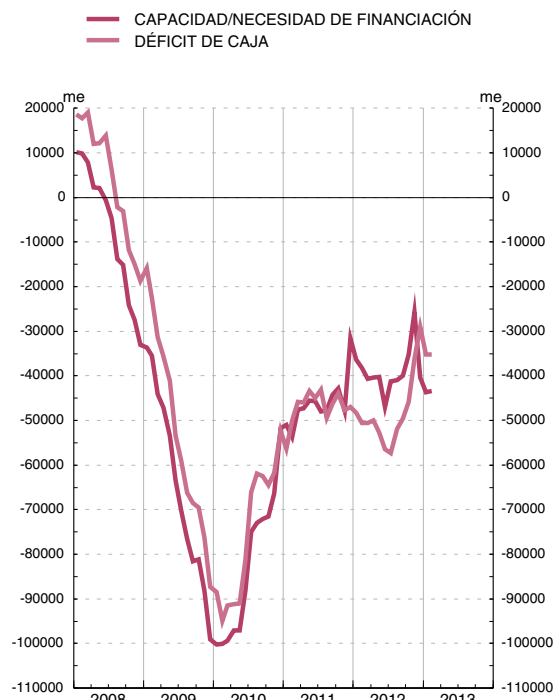
6.1. ESTADO. RECURSOS Y EMPLEOS SEGÚN LA CONTABILIDAD NACIONAL. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

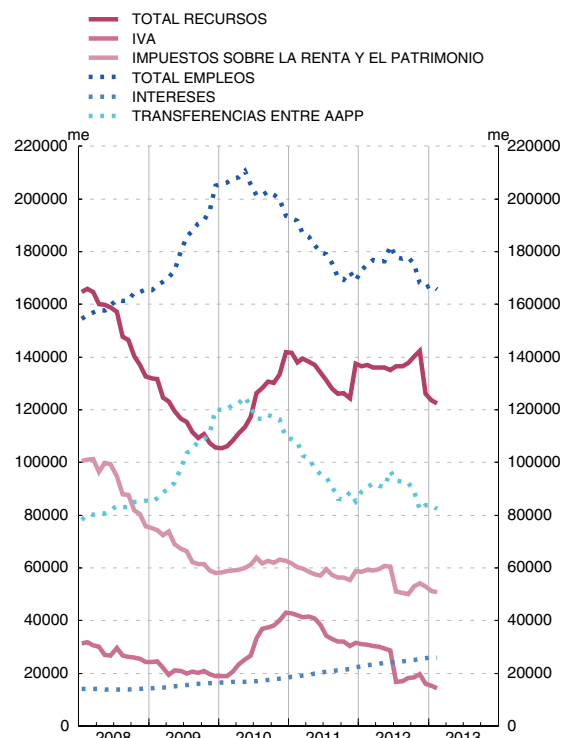
Millones de euros

	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	Recursos corrientes y de capital						Empleos corrientes y de capital						Pro memoria: déficit de caja		
		Total	Impuesto sobre el valor añadido (IVA)	Otros impuestos sobre los productos y sobre importaciones excepto IVA	Intereses y otras rentas de la propiedad	Impuestos sobre la renta y el patrimonio	Resto	Total	Remuneración de asalariados	Intereses	Transferencias corrientes y de capital entre Administraciones Públicas	Ayudas a la inversión y otras transferencias de capital	Resto	Déficit de caja	Ingresos líquidos	Pagos líquidos
	1 = 2-8	2 = 3a7	3	4	5	6	7	8 = 9a13	9	10	11	12	13	14= 15-16	15	16
08	-33 125	132 614	24 277	12 715	6 989	75 803	12 830	165 739	19 179	14 224	85 576	5 724	41 036	-18 747	129 336	148 082
09	-99 130	105 783	18 919	11 586	8 125	58 156	8 997	204 913	20 176	16 392	120 013	5 617	42 715	-87 281	102 038	189 319
10	A -51 764	141 912	42 914	11 800	7 724	62 704	16 770	193 676	20 479	18 190	109 619	4 145	41 243	-52 235	127 337	179 572
11	A -31 671	137 518	31 575	8 034	7 499	58 806	31 604	169 189	20 151	22 434	85 154	3 920	37 530	-46 950	104 145	151 095
12	A -40 391	126 081	15 917	5 653	7 556	53 049	43 906	166 472	19 013	25 757	83 914	2 037	35 751	-29 013	123 344	152 357
12 E-F	A -20 522	9 044	3 362	1 195	491	3 425	571	29 566	2 823	4 021	16 648	4	6 070	-9 196	23 063	32 258
13 E-F	A -23 571	5 295	1 702	1 194	140	1 109	1 150	28 866	2 822	4 330	15 014	63	6 637	-15 411	17 449	32 860
12 Feb	A -11 117	4 904	1 953	514	65	2 150	222	16 021	1 436	1 958	8 784	1	3 842	-155	13 868	14 024
Mar	A 214	13 790	4 375	463	1 259	6 296	1 397	13 576	1 455	2 084	7 348	15	2 674	-3 624	5 516	9 140
Abr	A -5 241	7 130	443	727	356	4 806	798	12 371	1 617	2 031	6 060	62	2 601	3 625	17 158	13 532
May	A -10 823	1 744	-980	578	210	328	1 608	12 567	1 465	2 135	6 420	53	2 494	-10 599	186	10 785
Jun	A -6 851	12 904	3 666	507	140	6 047	2 544	19 755	2 593	1 978	12 050	243	2 891	-13 254	3 112	16 366
Jul	A -5 064	7 565	-12 002	-1 941	106	-4 442	25 844	12 629	1 153	2 149	7 016	29	2 282	2 091	19 165	17 074
Ago	A -1 583	7 929	356	824	61	4 809	1 879	9 512	1 408	2 103	3 578	48	2 375	-8 234	-1 374	6 860
Sep	A 3 977	15 028	6 116	1 055	581	5 776	1 500	11 051	1 544	1 988	4 941	47	2 531	4 537	13 260	8 723
Oct	A 2 465	13 645	1 892	758	-92	9 778	1 309	11 180	1 449	2 233	4 919	73	2 506	9 093	21 768	12 675
Nov	A -2 542	8 533	1 237	908	150	4 261	1 977	11 075	1 549	2 177	4 619	98	2 632	-2 178	6 464	8 642
Dic	A 5 579	28 769	7 452	579	4 294	11 965	4 479	23 190	1 957	2 858	10 315	1 365	6 695	-1 275	15 027	16 301
13 Ene	A -12 734	1 643	804	711	108	-414	434	14 377	1 409	2 297	7 654	91	2 926	-15 252	5 789	21 041
Feb	A -10 837	3 652	898	483	32	1 523	716	14 489	1 413	2 033	7 360	-28	3 711	-160	11 660	11 820

ESTADO. CAPACIDAD/NECESIDAD DE FINANCIACIÓN Y DÉFICIT DE CAJA
(Suma móvil 12 meses)



ESTADO. RECURSOS Y EMPLEOS SEGÚN CONTABILIDAD NACIONAL
(Suma móvil 12 meses)



FUENTE: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas (IGAE).

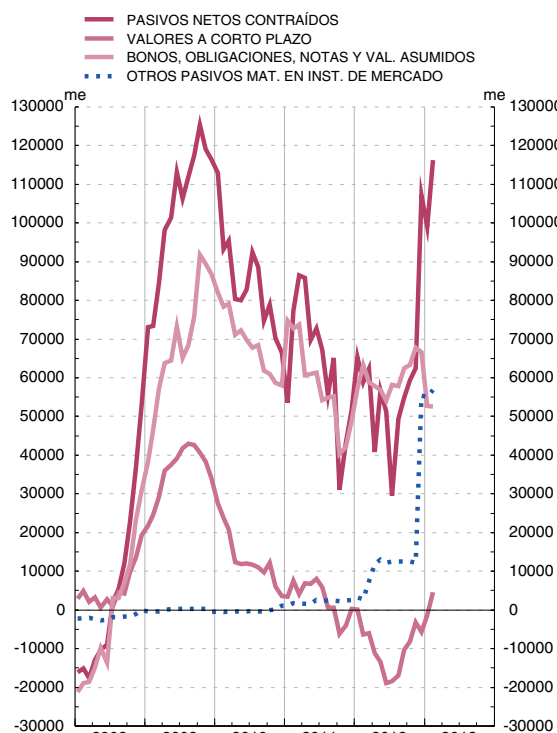
6.2. ESTADO. OPERACIONES FINANCIERAS. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

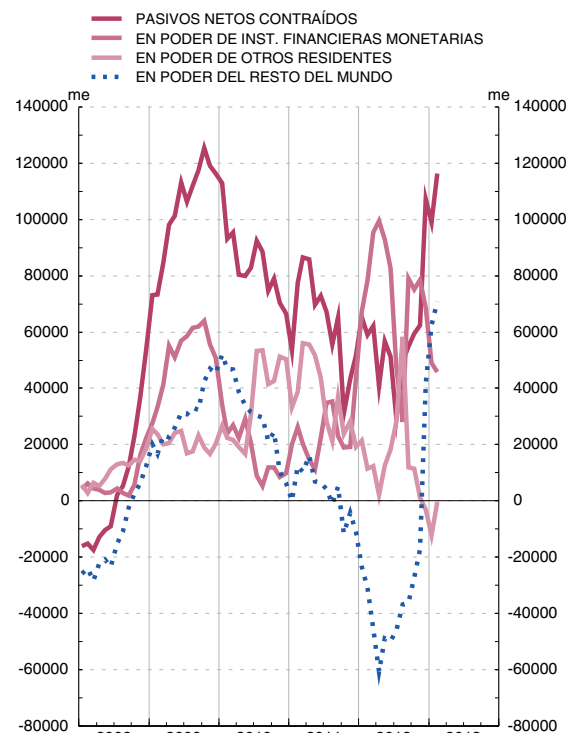
Millones de euros

	Capaci- dad (+) o necesidad (-) de fi- nan- cia- ción	Adquisiciones netas de activos financieros		Pasivos netos contraídos										Contra- ción neta de pasivos (excepto otras cuentas pendien- tes de pago)	
				Del cual		Por instrumentos					Por sectores de contrapartida				
		Del cual		Total	En monedas distintas de la pese- ta/ euro	Valores a corto plazo	Bonos, obliga- ciones, notas y valores asumidos	Crédi- tos del Banco de España	Otros pasivos materia- lizados en ins- trumen- tos de mercado (a)	Otras cuentas pendien- tes de pago	En poder de sectores residentes				Resto del mundo
		Total	Depó- sitos en el Banco de España								Total	Institu- ciones financie- ras mone- tarias	Otros sectores residen- tes		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
08	-33 125	19 881	4 337	53 006	1 227	19 355	30 868	-520	-40	3 343	40 774	22 233	18 541	12 232	49 664
09	-99 130	17 203	-4 197	116 333	1 524	34 043	86 835	-535	-510	-3 500	71 031	50 819	20 212	45 302	119 833
10	A -51 764	14 737	-5	66 501	-726	3 616	57 958	-544	1 145	4 325	60 204	9 809	50 396	6 297	62 176
11	A -31 671	20 054	-75	51 725	-1 442	312	48 941	-537	2 625	384	62 870	43 784	19 086	-11 145	51 341
12	A -40 391	66 735	2 275	107 126	-2 704	-5 749	66 585	-542	55 444	-8 612	65 464	68 591	-3 127	41 662	115 738
12 E-F	A -20 522	5 156	19 274	25 888	22	-5 445	27 117	-	660	3 556	37 579	36 118	1 461	-11 691	22 332
13 E-F	A -23 571	11 421	-2 400	34 992	1 507	4 924	13 104	-	2 099	14 864	17 556	13 365	4 191	17 436	20 128
12 Feb	A -11 117	1 600	19 483	12 927	11	-4 508	14 172	-	3	3 260	14 754	13 444	1 311	-1 827	9 667
Mar	A 214	10 625	-1 998	10 201	-753	-2 067	8 964	-	4 668	-1 364	22 607	19 824	2 783	-12 406	11 565
Abr	A -5 241	-17 156	-3 999	-11 915	-9	-5 515	-10 926	-542	4 373	695	2 064	1 881	184	-13 980	-12 610
May	A -10 823	-3 185	-13 401	7 638	11	-1 887	7 329	-	1 196	1 000	6 209	-1 987	8 195	1 429	6 638
Jun	A -6 851	-1 320	-0	5 531	-48	-2 908	6 590	-	113	1 736	5 487	914	4 573	44	3 795
Jul	A -5 064	-16 236	0	-11 172	11	757	-11 530	-	347	-745	-10 955	-36 822	25 868	-217	-10 427
Ago	A -1 583	1 840	-0	3 423	10	-1 219	5 385	-	24	-767	-2 710	-21 525	18 814	6 133	4 190
Sep	A 3 977	17 935	-0	13 958	-1 962	7 316	13 792	-	-55	-7 094	6 365	50 822	-44 457	7 594	21 052
Oct	A 2 465	-6 054	-0	-8 519	0	463	-6 796	-	-11	-2 174	-11 141	-4 558	-6 583	2 622	-6 345
Nov	A -2 542	15 251	4 400	17 793	7	5 206	14 493	-	-10	-1 897	5 624	5 410	215	12 169	19 690
Dic	A 5 579	59 879	-1 999	54 300	7	-450	12 169	-	44 140	-1 559	4 334	18 514	-14 180	49 965	55 859
13 Ene	A -12 734	-7 920	-1 910	4 814	6	3 401	-958	-	247	2 123	-6 002	2 952	-8 954	10 815	2 690
Feb	A -10 837	19 341	-490	30 178	1 501	1 523	14 061	-	1 853	12 741	23 558	10 413	13 145	6 620	17 437

ESTADO. PASIVOS NETOS CONTRAÍDOS. POR INSTRUMENTOS
(Suma móvil 12 meses)



ESTADO. PASIVOS NETOS CONTRAÍDOS. POR SECTORES DE CONTRAPARTIDA
(Suma móvil de 12 meses)



FUENTE: BE.

a. Incluye otros créditos, valores no negociables, moneda y Caja General de Depósitos.

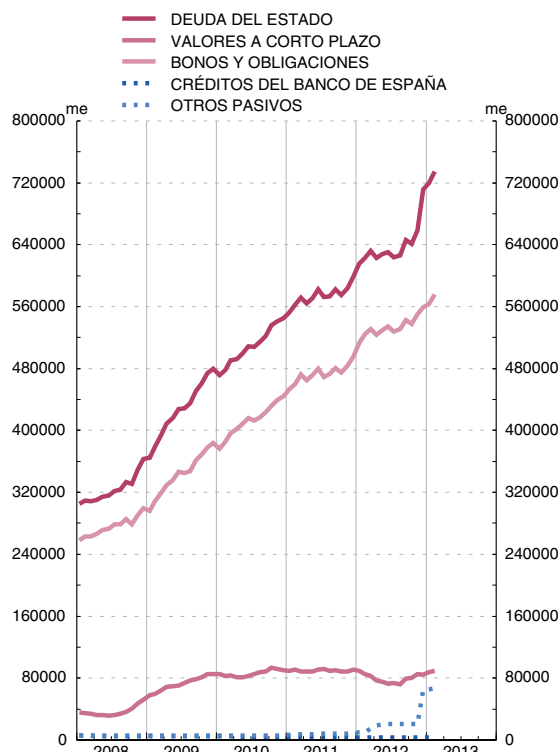
6.3. ESTADO. DEUDA SEGÚN EL PROTOCOLO DE DÉFICIT EXCESIVO. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

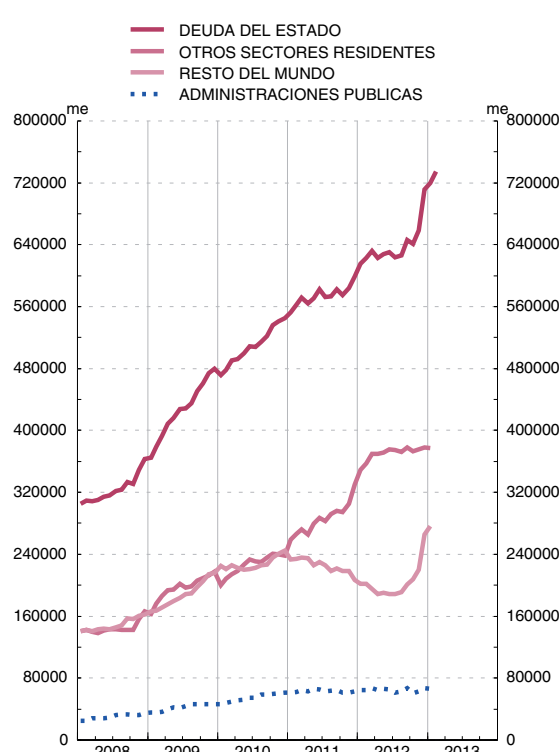
Millones de euros

	Deuda según el Protocolo de Déficit Excesivo (PDE)										Pro memoria:				
	Del cual:		Por instrumentos				Por sectores de contrapartida				Depósitos en el Banco de España	Otros depósitos: Subastas de liquidez del Tesoro (b)	Avalos prestados (saldo vivo)		
	Total	En monedas distintas del euro	Valores a corto plazo	Bonos, obligaciones, notas y valores asumidos	Créditos del Banco de España	Resto de deuda PDE (a)	En poder de sectores residentes			Resto del mundo			De los cuales:		
							Total	Administraciones Públicas	Otros sectores residentes				Concedidos a otras AAPP	A FEEF (c)	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
08	362 890	63	52 074	299 558	5 249	6 008	201 112	34 511	166 601	161 779	4 502	21 403	8 152	-	-
09	479 541	68	85 513	383 864	4 665	5 498	263 300	46 105	217 195	216 240	305	24 486	58 854	3 000	-
10	A 544 790	0	89 756	444 308	4 082	6 644	299 648	61 170	238 478	245 142	300	28 598	73 560	6 000	-
11	A 599 037	0	90 608	495 662	3 499	9 269	392 617	62 613	330 005	206 420	225	30 391	99 748	23 851	2 993
12 Feb	A 623 107	0	85 028	524 651	3 499	9 929	421 537	64 522	357 015	201 570	19 499	35 267	98 287	26 216	3 915
Mar	A 632 323	0	82 849	531 379	3 499	14 597	436 745	66 960	369 785	195 579	17 500	36 709	131 683	27 060	19 630
Abr	A 623 115	0	77 270	523 960	2 915	18 970	434 761	64 609	370 152	188 354	13 501	30 536	126 683	27 060	20 449
May	A 627 823	0	75 312	529 430	2 915	20 165	437 563	65 961	371 602	190 260	100	40 266	133 538	27 060	27 621
Jun	A 629 902	0	72 444	534 265	2 915	20 278	440 916	65 107	375 810	188 986	100	28 801	136 900	27 060	29 357
Jul	A 624 087	0	73 212	527 335	2 915	20 625	435 677	61 014	374 663	188 410	100	23 131	133 402	24 060	29 972
Ago	A 626 431	0	71 988	530 879	2 915	20 649	434 974	63 007	371 966	191 457	100	18 935	132 361	24 060	29 145
Sep	A 645 863	0	79 364	542 990	2 915	20 594	444 753	66 878	377 875	201 110	100	36 604	130 906	24 060	28 821
Oct	A 640 974	0	79 858	537 618	2 915	20 583	433 386	60 733	372 654	207 587	100	29 219	130 293	24 060	30 047
Nov	A 658 725	0	85 085	550 152	2 915	20 573	438 871	63 139	375 732	219 854	4 499	22 511	130 544	24 443	30 829
Dic	A 711 569	0	84 613	559 327	2 915	64 713	445 712	67 328	378 385	265 856	2 500	32 500	174 312	26 608	36 966
13 Ene	A 719 323	0	87 946	563 501	2 915	64 960	442 651	65 857	376 794	276 671	591	28 466	174 639	27 608	36 294
Feb	A 734 712	0	89 408	575 576	2 915	66 813	...	66 431	...	...	100	43 814	182 305	28 014	31 737

ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN
Por instrumentos



ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN
Por sectores de contrapartida



FUENTE: BE.

a. Incluye los préstamos del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), otros préstamos, valores no negociables y moneda en circulación.

b. Incluye las subastas de liquidez del Tesoro.

c. Facilidad Europea de Estabilización Financiera.

7.1. BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN Y DETALLE DE LA CUENTA CORRIENTE

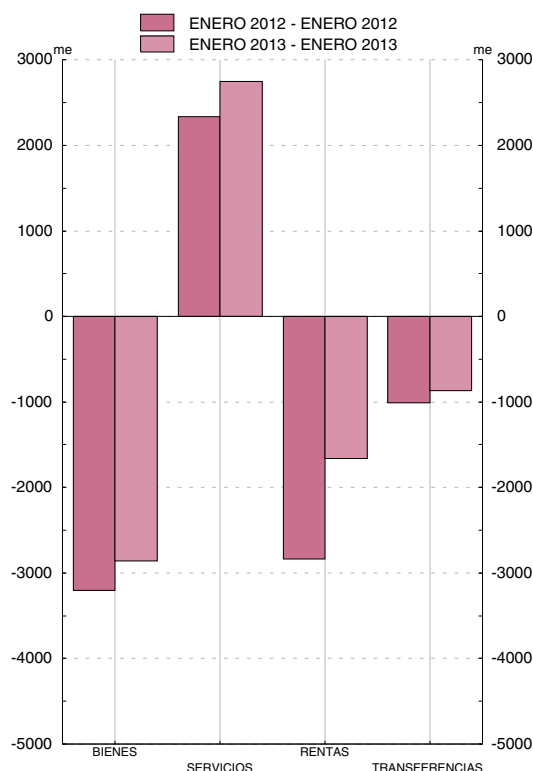
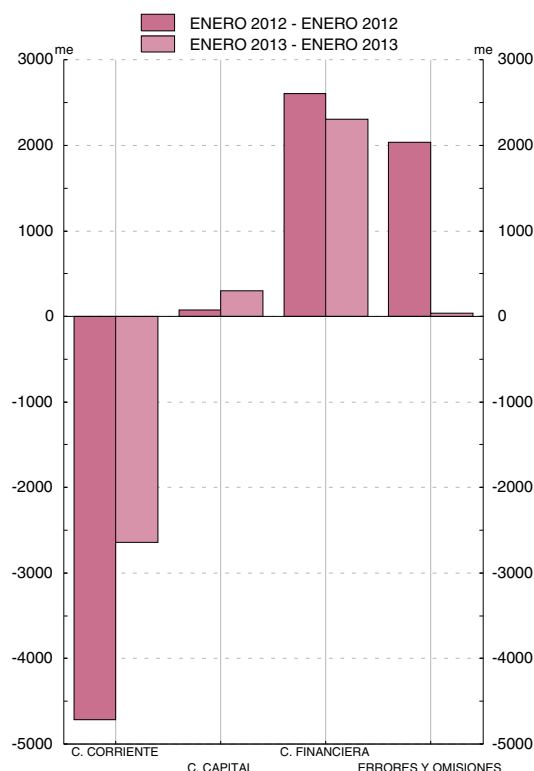
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros

		Cuenta corriente (a)												Cuenta de capital (saldo)	Cuenta corriente más cuenta de capital (saldo)	Cuenta financiera (saldo)	Errores y omisiones
Total (saldo)	Bienes			Servicios				Rentas			Transferencias corrientes (saldo)						
	Saldo	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos		Pagos		Saldo	Ingresos		Pagos					
					Del cual		Del cual										
					Total	Turismo y viajes	Total	Turismo y viajes									
1=2+5+10+13	2=3-4	3	4	5=6-8	6	7	8	9	10=11-12	11	12	13	14	15=1+14	16	17=- (15+16)	
10	-46 963	-48 173	193 989	242 161	28 040	94 149	39 621	66 109	12 663	-19 933	46 373	66 306	-6 897	6 289	-40 674	43 329	-2 655
11	P -39 787	-42 331	221 644	263 975	34 630	103 068	43 026	68 437	12 349	-25 712	43 209	68 921	-6 374	5 471	-34 316	28 681	5 635
12	P -11 268	-25 800	231 010	256 809	37 112	121 072	43 521	70 110	11 911	-18 589	37 085	55 674	-3 991	6 589	-4 679	434	4 245
12 E-E	P -4 715	-3 203	17 138	20 341	2 334	7 759	2 688	5 425	807	-2 839	2 931	5 770	-1 007	74	-4 641	2 606	2 035
13 E-E	P -2 645	-2 857	18 871	21 728	2 746	8 095	2 648	5 349	774	-1 665	2 335	4 000	-869	298	-2 346	2 306	40
11 Oct	P -1 296	-2 988	18 474	21 462	3 808	9 579	4 154	5 771	1 170	-1 591	3 574	5 166	-525	280	-1 016	1 920	-904
Nov	P -3 721	-3 583	19 343	22 926	1 893	7 515	2 606	5 622	1 101	-2 385	3 426	5 811	354	867	-2 854	4 467	-1 613
Dic	P -3 575	-3 986	18 142	22 128	1 671	7 936	2 156	6 265	972	-1 960	5 457	7 418	700	159	-3 415	-1 373	4 789
12 Ene	P -4 715	-3 203	17 138	20 341	2 334	7 759	2 688	5 425	807	-2 839	2 931	5 770	-1 007	74	-4 641	2 606	2 035
Feb	P -5 875	-3 189	18 490	21 679	1 576	7 069	2 255	5 492	857	-1 718	2 467	4 184	-2 545	114	-5 761	6 038	-277
Mar	P -3 232	-2 665	20 801	23 467	1 889	7 500	2 700	5 611	808	-1 728	3 062	4 790	-727	487	-2 745	-727	3 472
Abr	P -1 550	-2 941	17 577	20 519	2 589	7 880	2 746	5 292	838	-923	3 019	3 942	-275	314	-1 237	1 925	-688
May	P -625	-1 424	19 893	21 318	2 900	8 288	3 568	5 388	679	-1 439	3 898	5 337	-662	700	75	1 706	-1 780
Jun	P -981	-2 226	19 713	21 939	3 898	10 057	4 404	6 159	1 123	-2 340	3 472	5 811	-313	705	-275	118	158
Jul	P 829	-1 181	20 219	21 400	5 158	11 915	5 641	6 756	1 236	-2 736	2 787	5 523	-413	82	911	1 575	-2 486
Ago	P 850	-2 691	17 119	19 810	5 223	10 955	5 848	5 733	1 305	-838	2 363	3 201	-844	639	1 488	83	-1 571
Sep	P -402	-2 642	18 915	21 557	4 124	9 977	4 851	5 853	1 209	-878	3 002	3 880	-1 006	796	394	-4 158	3 764
Oct	P 277	-1 274	21 748	23 022	3 618	9 671	4 097	6 053	1 104	-1 574	2 331	3 905	-494	1 024	1 301	-1 524	223
Nov	P 953	-1 057	20 639	21 696	1 922	7 777	2 581	5 855	1 058	-1 847	2 215	4 062	1 935	901	1 854	601	-2 456
Dic	P 3 203	-1 306	18 756	20 062	1 881	8 374	2 142	6 494	886	268	5 538	5 270	2 360	753	3 956	-7 809	3 853
13 Ene	P -2 645	-2 857	18 871	21 728	2 746	8 095	2 648	5 349	774	-1 665	2 335	4 000	-869	298	-2 346	2 306	40

RESUMEN

DETALLE DE LA CUENTA CORRIENTE



FUENTE: BE. Cifras elaboradas según el Manual de Balanza de Pagos del FMI (5.ª edición, 1993).

a. Un signo positivo para los saldos de la cuenta corriente y de capital significa superávit (ingresos mayores que pagos) y, por tanto, un préstamo neto al exterior (aumento de la posición acreedora o disminución de la posición deudora).

b. Un signo positivo para el saldo de la cuenta financiera (variación de pasivos mayor que la variación de activos) significa una entrada neta de financiación, es decir, un préstamo neto del resto del mundo (aumento de la posición deudora o disminución de la posición acreedora).

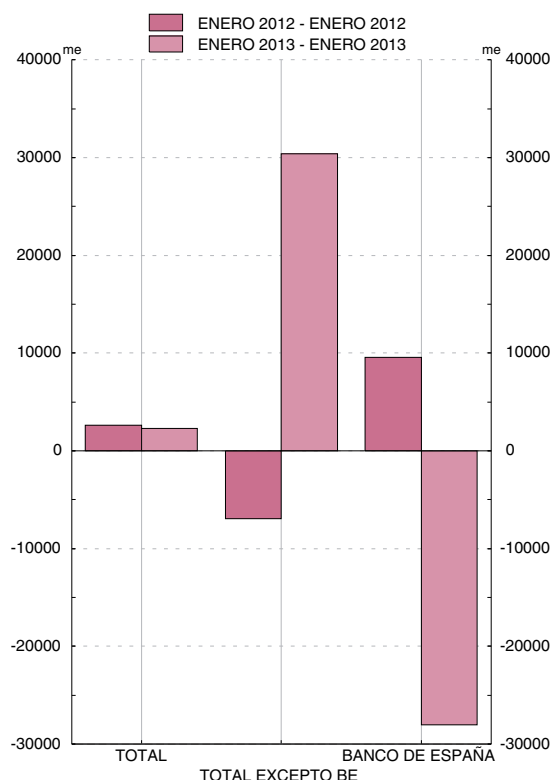
7.2. BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. DETALLE DE LA CUENTA FINANCIERA (a)

■ Serie representada gráficamente.

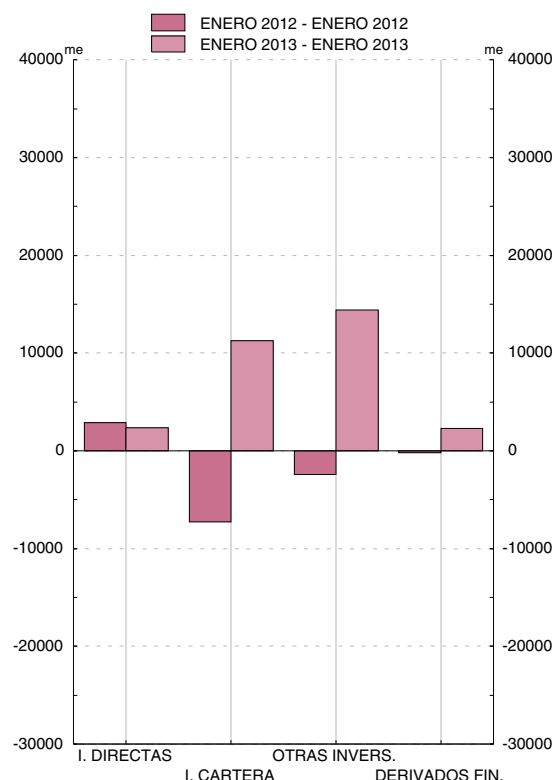
Millones de euros

	Cuenta finan- ciera	Total, excepto Banco de España											Banco de España				
		Total	Inversiones directas			Inversiones de cartera			Otras inversiones (d)			Derivados finan- cieros netos (VNP- VNA)	Total	Reser- vas	Activos netos frente al Euro- sistema	Otros acti- vos netos (VNP- VNA)	
			Saldo (VNP- VNA)	De España en el exterior (VNA)	Del exterior en España (VNP) (b)	Saldo (VNP- VNA)	De España en el exterior (VNA)	Del exterior en España (VNP) (c)	Saldo (VNP- VNA)	De España en el exterior (VNA)	Del exterior en España (VNP)						
(VNP- VNA)	(VNP- VNA)	3=5-4	4	5	6=8-7	7	8	9=11-10	10	11	12	(VNP- VNA)	(e)	(e)			
1= 2+13	2=3+6+ 9+12	3=5-4	4	5	6=8-7	7	8	9=11-10	10	11	12	13=14+ 15+16	14	15	16		
10		43 329	27 633	1 532	28 574	30 106	28 727	-64 694	-35 967	-11 232	17 627	6 395	8 605	15 696	-814	9 788	6 722
11	P	28 681	-80 459	-7 022	26 313	19 290	-27 547	-42 419	-69 966	-43 923	35 660	-8 264	-1 967	109 141	-10 022	124 056	-4 893
12	P	434-173 081	25 387	-3 790	21 598	-53 631	3 932	-49 699	-153 277	45 574	-107 703	8 439	173 515	-2 211	162 366	13 361	
12 E-E	P	2 606	-6 927	2 912	-1 609	1 303	-7 273	-44	-7 318	-2 410	-2 695	-5 105	-155	9 533	-71	8 808	797
13 E-E	P	2 306	30 374	2 374	188	2 563	11 262	-926	10 337	14 417	1 510	15 928	2 319	-28 068	-934	-27 930	796
11 Oct	P	1 920	-16 926	1 363	3 759	5 121	-6 759	-3 668	-10 428	-11 751	5 372	-6 378	221	18 845	-948	19 867	-73
Nov	P	4 467	-18 009	907	1 826	2 733	3 667	-8 444	-4 777	-23 279	4 719	-18 560	696	22 476	-3 688	28 690	-2 527
Dic	P	-1 373	-35 339	113	4 690	4 803	-13 333	-5 556	-18 889	-20 942	-697	-21 639	-1 177	33 966	-3 160	37 801	-675
12 Ene	P	2 606	-6 927	2 912	-1 609	1 303	-7 273	-44	-7 318	-2 410	-2 695	-5 105	-155	9 533	-71	8 808	797
Feb	P	6 038	-23 267	1 930	58	1 987	-6 980	2 167	-4 813	-20 925	8 824	-12 101	2 708	29 305	-111	27 639	1 777
Mar	P	-727	-67 460	1 981	-81	1 899	-25 598	678	-24 920	-44 073	20 773	-23 300	230	66 734	-30	64 608	2 156
Abr	P	1 925	-27 065	1 841	1 372	3 213	-21 987	-4 232	-26 220	-5 834	3 272	-2 562	-1 083	28 990	-152	26 807	2 334
May	P	1 706	-40 345	-1 420	1 628	207	-10 017	-2 624	-12 640	-29 193	17 260	-11 932	285	42 051	-243	42 265	29
Jun	P	118	-60 059	-2 975	2 550	-425	-14 639	-2 122	-16 761	-42 846	17 123	-25 723	400	60 177	-3 502	63 314	364
Jul	P	1 575	-17 304	-681	75	-606	-6 013	-6 663	-12 675	-14 232	-9 271	-23 503	3 621	18 879	2 025	14 853	2 001
Ago	P	83	-11 681	-425	2 265	1 840	-215	545	329	-11 569	-7 935	-19 504	528	11 764	-122	11 155	731
Sep	P	-4 158	29 752	4 085	-3 838	246	10 387	-1 287	9 099	14 706	-7 939	6 767	575	-33 911	-14	-34 287	390
Oct	P	-1 524	16 476	3 708	1 811	5 520	18 817	-7 770	11 047	-6 788	2 272	-4 515	739	-18 000	2	-19 704	1 702
Nov	P	601	15 214	6 757	-4 626	2 131	33 011	-13 063	19 948	-25 615	2 357	-23 257	1 061	-14 612	-13	-14 388	-211
Dic	P	-7 809	19 586	7 676	-3 394	4 282	-23 123	38 348	15 225	35 501	1 533	37 034	-469	-27 395	18	-28 704	1 291
13 Ene	P	2 306	30 374	2 374	188	2 563	11 262	-926	10 337	14 417	1 510	15 928	2 319	-28 068	-934	-27 930	796

CUENTA FINANCIERA (VNP-VNA)



CUENTA FINANCIERA, EXCEPTO BANCO DE ESPAÑA. DETALLE (VNP-VNA)



FUENTE: BE. Cifras elaboradas según el Manual de Balanza de Pagos del FMI (5.ª edición, 1993).

a. Tanto la variación de activos (VNA) como la variación de pasivos (VNP) han de entenderse 'netas' de sus correspondientes amortizaciones. Un signo positivo (negativo) en las columnas señalizadas como VNA supone una salida (entrada) de financiación exterior. Un signo positivo (negativo) en las columnas señalizadas como VNP supone una entrada (salida) de financiación exterior. b. No recoge las inversiones directas en acciones cotizadas e incluye inversiones de cartera en acciones no cotizadas. c. Incluye inversiones directas en acciones cotizadas, pero no recoge las inversiones de cartera en acciones no cotizadas. d. Principalmente, préstamos, depósitos y operaciones temporales. e. Un signo positivo (negativo) supone una disminución (aumento) de las reservas y/o de los activos del BE frente al Eurosistema.

7.3. COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA FRENTE A OTROS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO. EXPORTACIONES Y EXPEDICIONES

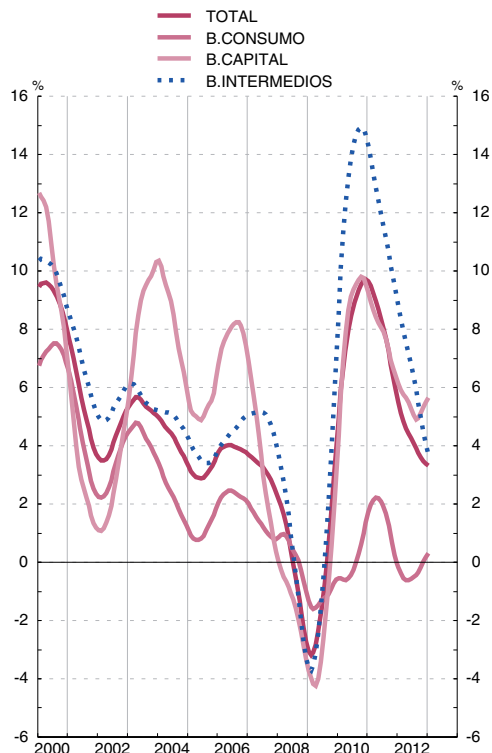
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y tasas de variación interanual

		Total			Por tipos de productos (series deflactadas) (a)						Por áreas geográficas (series nominales)							
		Millones de euros	Nominal	Deflactado (a)	Consumo	Capital	Intermedios			UE 27		OCDE		OPEP	Otros países americanos	China	Nuevos países industrializados	
							Total	Energéticos	No energéticos	Total	Zona del Euro	Del cual:						
												Total	Estados Unidos					
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
05		155 005	5,5	0,8	-0,8	5,5	1,4	-8,7	2,2	2,6	2,3	4,3	10,2	9,1	11,8	31,4	14,5	
06		170 439	10,0	5,2	2,9	12,7	5,6	-3,7	6,2	8,1	7,8	8,4	17,7	6,0	34,5	12,8	16,5	
07		185 023	8,6	5,8	3,0	4,4	8,1	6,6	8,1	8,0	8,4	7,1	-1,1	22,3	-12,5	23,5	-0,8	
08		189 228	2,3	0,7	2,4	-5,6	0,6	19,0	-0,6	-0,1	-0,5	-0,4	1,4	30,1	1,0	1,2	4,2	
09		159 890	-15,5	-9,4	-3,4	-14,1	-12,8	-19,9	-12,2	-15,5	-13,2	-15,1	-24,4	-11,4	-17,9	-7,7	8,5	
10		186 780	16,8	15,0	-3,4	22,4	28,6	15,4	29,6	14,3	13,6	15,2	15,5	9,6	35,7	34,1	27,0	
12	P	222 644	3,9	1,8	-2,7	-6,4	5,5	12,1	-0,7	-1,1	-2,4	0,8	15,7	27,3	18,9	11,4	28,9	
11 Dic	P	17 004	6,6	2,1	-11,4	10,0	10,1	-0,8	10,8	-0,7	-4,6	1,0	14,6	75,4	13,6	15,8	10,3	
12 Ene	P	16 579	3,9	1,9	-5,2	-4,5	7,2	29,8	5,9	0,8	-1,3	-0,5	6,4	42,5	16,2	14,6	37,3	
Feb	P	17 978	4,9	-0,2	0,1	-26,4	4,4	41,6	2,2	1,9	-1,3	3,2	-3,7	16,3	-18,8	-1,0	36,6	
Mar	P	19 889	1,2	-2,3	-10,7	-15,1	5,5	49,5	3,2	-0,2	-0,6	-1,4	-3,9	24,4	7,4	17,9	56,6	
Abr	P	17 198	-0,8	-0,5	-5,9	-9,0	4,0	-3,4	4,5	-4,6	-2,8	-3,1	-8,1	7,6	25,9	22,5	29,7	
May	P	19 462	6,2	4,0	-3,8	1,6	8,6	7,5	8,7	2,1	0,3	1,8	4,5	57,1	29,3	5,6	33,8	
Jun	P	18 869	5,1	4,5	-3,2	3,1	9,4	12,6	9,2	-1,1	-3,6	-0,4	11,5	45,0	41,1	5,3	12,5	
Jul	P	19 600	5,2	5,3	5,2	-10,7	8,0	25,5	6,8	-2,2	0,7	2,5	30,6	23,0	21,3	32,5	3,4	
Ago	P	16 587	7,4	5,2	-2,5	-13,4	11,2	3,2	11,8	-1,5	-0,2	4,7	26,7	23,3	26,1	6,7	-0,2	
Sep	P	17 866	0,5	-2,8	-13,8	-20,9	6,1	16,1	5,4	-4,0	-5,7	-2,4	24,9	33,8	12,4	-14,2	15,0	
Oct	P	21 078	8,7	8,6	7,1	12,7	8,8	-30,6	14,2	-3,3	-6,3	2,8	59,4	54,2	41,7	24,2	35,7	
Nov	P	19 750	-0,6	-2,7	-2,5	3,4	-3,6	-44,5	1,5	-5,5	-10,1	-3,0	26,8	13,3	7,1	2,0	16,8	
Dic	P	17 789	4,6	0,2	5,2	4,7	-3,2	37,3	-5,7	3,8	1,2	5,6	12,3	-13,3	14,8	18,8	68,6	
13 Ene	P	17 882	7,9	5,3	5,3	17,6	3,7	-1,0	4,0	3,7	1,9	3,4	6,2	83,2	20,0	15,2	1,5	

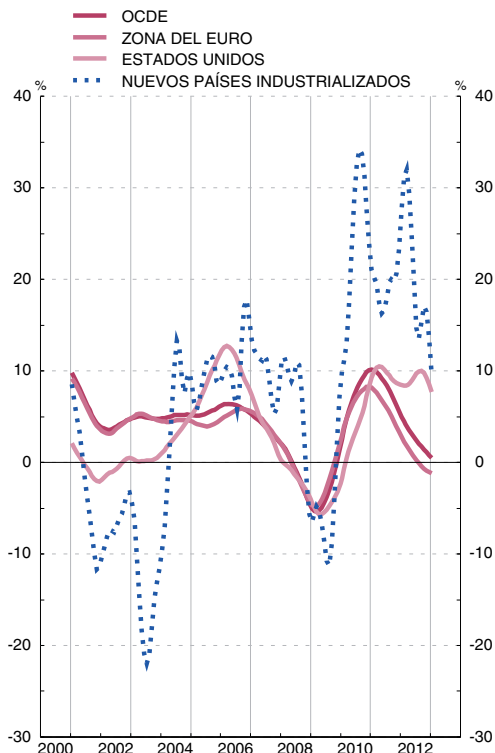
POR TIPOS DE PRODUCTOS

Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO SEATS)



POR ÁREAS GEOGRÁFICAS

Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTES: ME, MHP y BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 18, cuadros 4 y 5.

Las series mensuales corresponden a datos provisionales, en tanto que las series anuales son los datos definitivos de comercio exterior.

a. Series deflactadas con el índice de valor unitario correspondiente.

7.4. COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA FRENTE A OTROS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO. IMPORTACIONES E INTRODUCCIONES

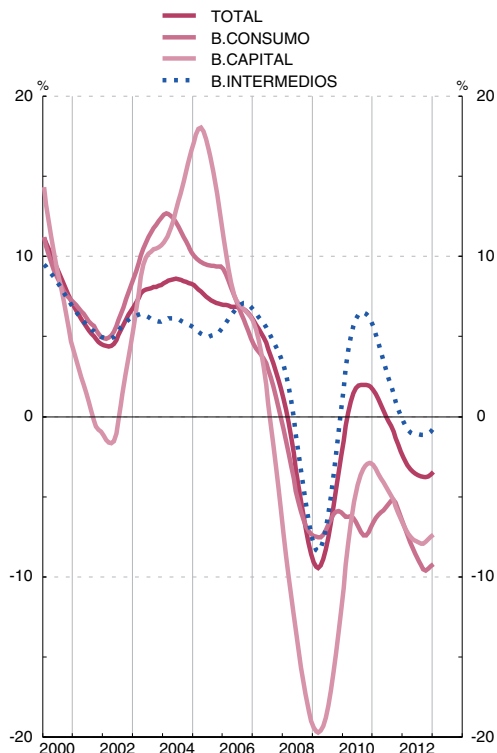
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y tasas de variación interanual

	Total			Por tipos de productos (series deflactadas) (a)					Por áreas geográficas (series nominales)								
	Millones de euros	Nominal	Deflactado (a)	Consumo	Capital	Intermedios			UE 27		OCDE		OPEP	Otros países americanos	China	Nuevos países industrializados	
						Total	Energéticos	No energéticos	Total	Zona del Euro	Del cual:						
											Total	Estados Unidos					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
05		232 954	11,8	6,4	8,4	17,6	3,3	11,1	1,1	5,6	5,3	6,2	-0,1	40,8	29,3	37,3	11,2
06		262 687	12,8	8,5	7,3	2,5	10,2	6,1	11,5	8,4	8,0	8,8	14,7	25,3	24,1	22,7	28,6
07		285 038	8,5	7,6	5,8	10,8	7,8	4,0	8,9	10,5	11,0	9,7	16,4	-6,3	-6,8	28,7	-3,7
08		283 388	-0,6	-4,5	-6,4	-14,3	-1,9	5,8	-3,9	-8,2	-8,8	-7,3	12,9	37,4	16,6	10,8	-16,1
09		206 116	-27,3	-17,5	-12,1	-31,4	-17,5	-9,9	-20,0	-23,8	-25,6	-24,6	-25,1	-38,6	-31,1	-29,5	-31,6
10		240 056	16,5	11,3	-4,1	9,0	19,0	3,3	24,5	9,8	7,5	10,5	14,2	36,0	44,8	30,8	7,1
12	P	253 401	-2,8	-7,1	-11,1	-10,7	-5,5	1,3	-7,1	-7,3	-7,9	-5,8	-7,1	15,8	13,6	-5,2	-11,4
11 Dic	P	21 552	1,1	-5,0	-13,4	-9,0	-1,4	-1,5	-1,4	0,5	1,5	4,6	-13,4	3,2	29,3	-13,8	-4,3
12 Ene	P	20 234	-3,1	-8,2	-2,2	-11,3	-9,7	-14,9	-8,0	-4,9	-4,4	-5,9	-18,9	21,3	30,4	-0,2	-3,5
Feb	P	21 737	6,6	-1,1	-3,8	-6,4	0,1	12,4	-3,2	1,5	-0,7	5,0	3,4	15,3	66,6	0,5	-22,2
Mar	P	23 134	-4,6	-12,0	-10,9	-15,7	-12,1	6,1	-16,4	-13,4	-13,9	-12,5	-11,5	23,5	68,0	-17,6	-29,2
Abr	P	20 554	-3,5	-7,2	-12,9	-10,5	-5,2	3,3	-7,5	-9,4	-10,5	-5,8	-1,2	12,8	-20,0	-0,7	-5,6
May	P	21 388	-1,6	-8,0	-9,8	-18,6	-6,5	1,6	-8,4	-5,9	-7,3	-1,6	15,8	-0,7	32,9	-6,8	-3,2
Jun	P	21 569	-1,4	-5,8	-11,2	-5,6	-4,2	0,9	-5,6	-1,7	-0,4	-1,4	-6,4	39,2	19,7	-6,7	-14,7
Jul	P	21 293	5,0	4,0	-0,8	-4,3	6,2	8,5	5,5	2,2	0,8	3,1	-5,2	7,5	17,1	6,6	-4,7
Ago	P	19 732	-3,1	-8,4	-16,0	-17,9	-4,6	9,3	-9,2	-9,7	-10,6	-9,0	-29,0	32,1	16,7	-13,7	-24,3
Sep	P	20 951	-7,4	-12,2	-18,8	-22,9	-8,8	-4,9	-10,1	-9,5	-9,9	-9,3	-9,6	7,7	-2,6	-12,3	0,2
Oct	P	22 570	-2,0	-6,3	-26,0	1,4	2,3	11,1	-0,1	-13,3	-15,5	-9,7	-2,1	39,3	-9,9	-0,9	9,4
Nov	P	21 157	-6,1	-4,9	-7,2	-12,4	-3,1	-2,6	-3,3	-9,0	-8,6	-7,7	-23,2	-0,3	-9,8	-7,2	-13,8
Dic	P	19 083	-11,5	-13,6	-4,8	-2,1	-17,5	-14,1	-18,7	-13,4	-13,3	-13,7	2,7	-8,9	-44,2	-3,2	-25,7
13 Ene	P	21 380	5,7	6,7	-4,9	0,4	10,9	18,2	8,6	-0,6	1,4	2,8	29,4	0,5	-3,7	-5,3	-4,2

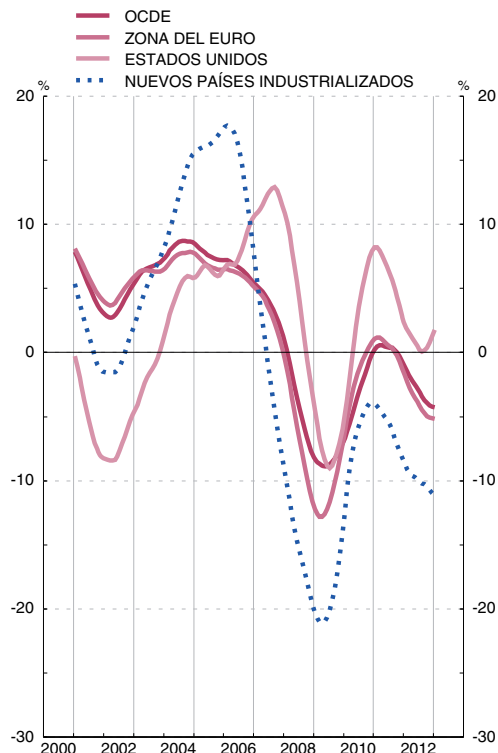
POR TIPOS DE PRODUCTOS

Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO SEATS)



POR ÁREAS GEOGRÁFICAS

Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTES: ME, MHAP y BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 18, cuadros 2 y 3.

Las series mensuales corresponden a datos provisionales, en tanto que las series anuales son los datos definitivos de comercio exterior.

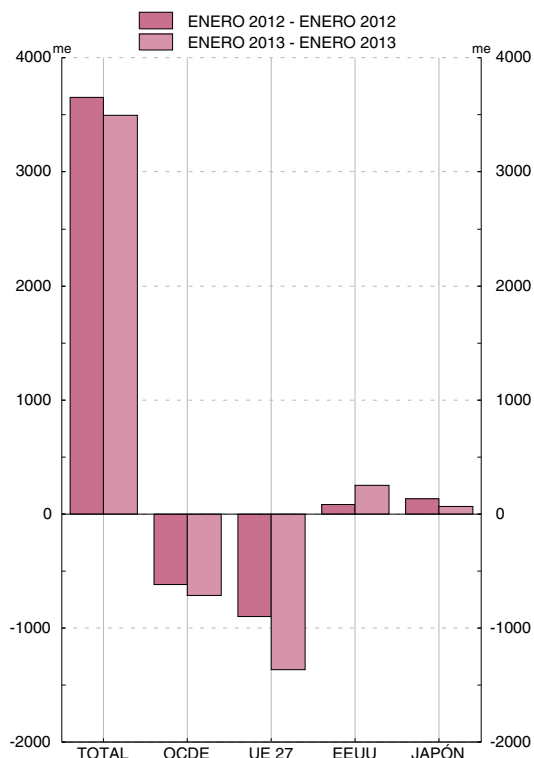
a. Series deflactadas con el índice de valor unitario correspondiente.

**7.5. COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA FRENTE A OTROS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO.
DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA DEL SALDO COMERCIAL**

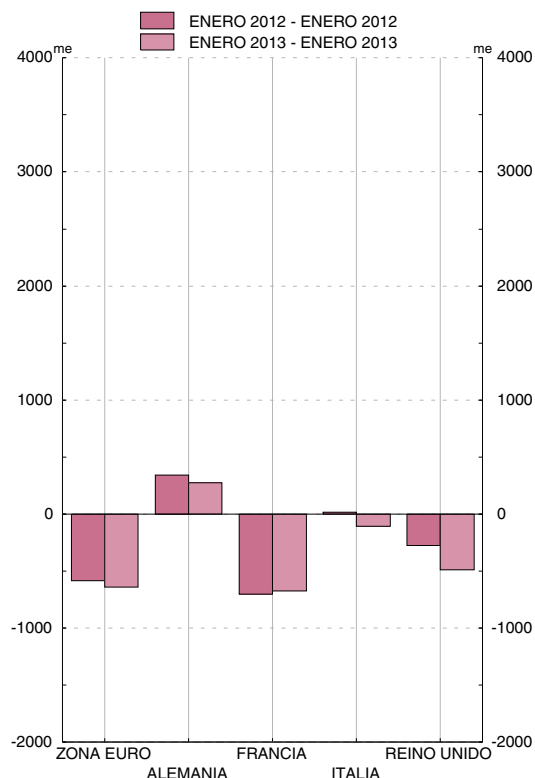
Millones de euros

		Total mundial	Unión Europea (UE 27)						OCDE				OPEP	Otros países americanos	China	Nuevos países industrializados
			Total	Zona del Euro				Resto de la UE 27		Del cual:						
				Del cual:				Del cual:		Total	EEUU	Japón				
				Total	Alemania	Francia	Italia	Total	Reino Unido							
		1	2=3+7	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
06		-92 249	-33 547	-32 156	-18 689	-1 625	-7 184	-1 391	294	-45 995	-1 062	-4 652	-17 031	-3 316	-12 647	-4 564
07		-100 015	-40 176	-38 109	-23 752	-214	-8 375	-2 067	133	-54 211	-2 555	-4 779	-14 682	-3 477	-16 366	-4 347
08		-94 160	-26 262	-26 207	-19 612	3 019	-6 608	-55	356	-39 729	-3 739	-3 663	-20 561	-4 971	-18 340	-3 296
09		-46 227	-9 068	-6 767	-9 980	6 787	-1 847	-2 301	187	-15 709	-2 742	-1 958	-10 701	-2 641	-12 471	-1 532
10		-53 276	-4 960	-2 211	-8 598	7 904	-477	-2 749	597	-11 261	-3 058	-2 054	-16 216	-4 267	-16 253	-1 252
11		-47 910	3 405	1 029	-8 984	8 590	219	2 376	2 955	-1 751	-2 956	-1 389	-19 066	-5 312	-15 317	-1 116
12	P	-30 757	12 571	7 723	-3 821	9 472	914	4 848	3 828	10 636	-754	-855	-21 068	-5 185	-13 866	111
11 Dic	P	-4 549	-636	-747	-552	322	-195	111	328	-1 527	-141	-85	-1 499	-706	-1 081	-87
12 Ene	P	-3 655	900	586	-340	706	-15	315	276	620	-85	-134	-2 209	-589	-1 398	-61
Feb	P	-3 759	468	302	-403	702	-26	165	327	-39	-229	-67	-1 860	-555	-1 218	25
Mar	P	-3 245	1 451	996	-423	1 003	94	455	330	1 277	-151	-105	-1 836	-1 139	-875	53
Abr	P	-3 356	777	544	-324	830	39	233	257	142	-190	-75	-1 651	-401	-1 008	-43
May	P	-1 926	1 289	907	-336	1 043	64	382	157	712	-190	-116	-1 028	-470	-1 129	-38
Jun	P	-2 700	655	186	-276	687	50	469	332	521	33	-37	-2 106	-325	-1 155	-8
Jul	P	-1 693	1 524	1 163	-240	888	82	361	337	1 458	17	-2	-1 705	-405	-1 243	-31
Ago	P	-3 145	558	358	-296	466	210	200	176	1 245	179	-37	-2 158	-397	-1 323	-3
Sep	P	-3 085	486	239	-492	695	80	247	253	512	-39	-62	-1 780	-374	-1 291	12
Oct	P	-1 492	1 223	603	-290	754	63	621	425	1 492	67	-21	-1 762	-164	-1 186	32
Nov	P	-1 407	1 967	1 286	-123	985	244	681	410	1 593	-82	-149	-1 560	-379	-1 057	28
Dic	P	-1 294	1 273	553	-277	712	31	720	547	1 103	-83	-51	-1 413	15	-983	144
13 Ene	P	-3 499	1 368	639	-274	674	108	729	490	715	-252	-69	-1 685	-432	-1 268	-46

DÉFICIT COMERCIAL ACUMULADO



DÉFICIT COMERCIAL ACUMULADO



FUENTE: MHAP.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 18, cuadros 3 y 5.

Las series mensuales corresponden a datos provisionales, en tanto que las series anuales son los datos definitivos de comercio exterior.

7.6. POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN

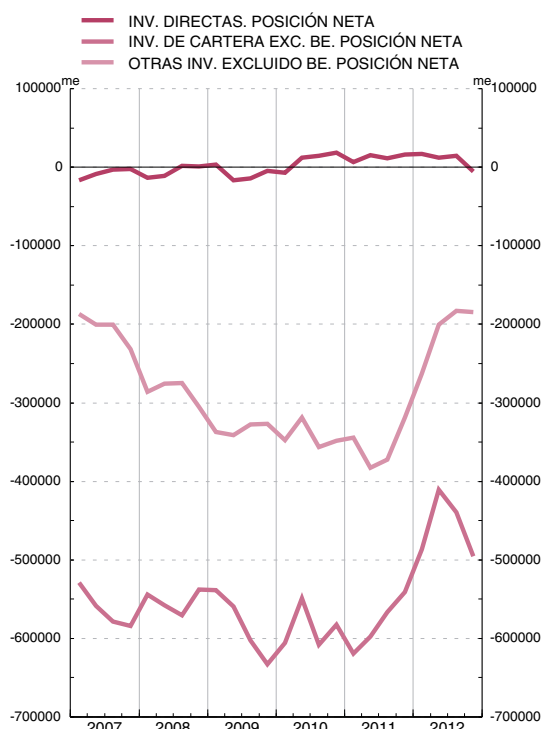
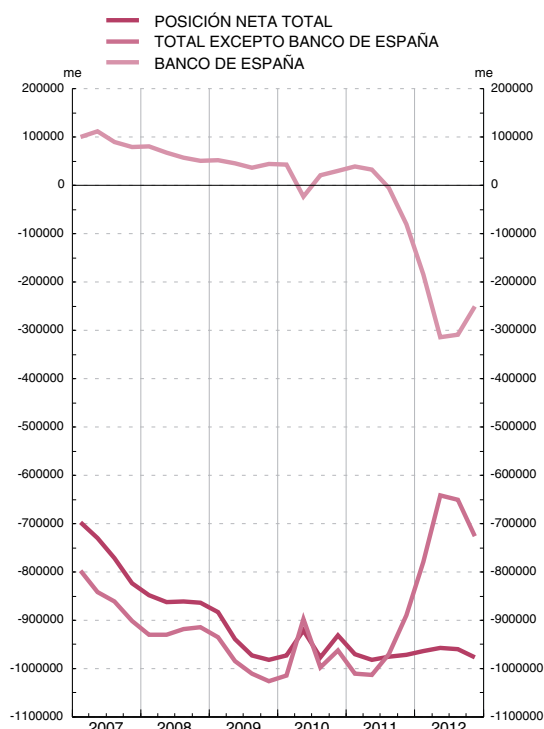
■ Serie representada gráficamente.

Saldos a fin de periodo en mm de euros

	Posición de inversión internacional neta (activos-pasivos)	Total excepto Banco de España											Banco de España				
		Posición neta excepto Banco de España (activos-pasivos)	Inversiones directas			Inversiones de cartera			Otras inversiones			Derivados financieros Posición neta (activos - pasivos)	Posición neta Banco de España (activos-pasivos)	Reservas	Activos netos frente al Euro-sistema	Otros activos netos (activos-pasivos) (a)	
			Posición neta (activos-pasivos)	De España en el exterior (activos)	Del exterior en España (pasivos)	Posición neta (activos-pasivos)	De España en el exterior (activos)	Del exterior en España (pasivos)	Posición neta (activos-pasivos)	De España en el exterior (activos)	Del exterior en España (pasivos)						
1= 2+13	2= 3+6+9+12	3=4-5	4	5	6=7-8	7	8	9=10-11	10	11	12	13= 14 a 16	14	15	16		
04	-436,4	-504,5	-91,9	207,2	299,1	-203,2	359,3	562,5	-209,4	222,2	431,6	...	68,1	14,5	31,9	21,7	
05	-505,5	-577,2	-67,1	258,9	326,0	-273,6	454,7	728,4	-236,5	268,2	504,7	...	71,7	14,6	17,1	40,1	
06	-648,2	-743,9	-19,3	331,1	350,4	-508,9	455,7	964,6	-206,1	324,9	530,9	-9,6	95,7	14,7	29,4	51,6	
07	-822,8	-901,7	-2,6	395,4	398,0	-648,5	438,4	1 086,9	-231,8	379,5	611,3	-18,8	78,9	12,9	1,1	64,9	
08	-863,1	-914,0	1,3	424,4	423,2	-603,7	354,2	958,0	-305,1	386,6	691,8	-6,4	50,9	14,5	-30,6	67,0	
09 IV	-982,2	-1 026,3	-4,5	434,4	438,9	-693,7	374,3	1 068,1	-327,1	369,6	696,8	-1,0	44,1	19,6	-36,4	60,9	
10 I	-972,1	-1 014,4	-6,7	442,1	448,8	-665,8	380,0	1 045,8	-347,7	359,8	707,5	5,7	42,4	20,9	-38,5	60,0	
II	-920,1	-896,8	11,8	461,8	450,1	-601,6	352,3	953,9	-318,8	368,7	687,5	12,0	-23,4	24,4	-100,8	53,1	
III	-977,1	-997,2	14,4	469,8	455,4	-659,4	333,7	993,1	-356,4	352,1	708,5	4,3	20,2	22,6	-54,3	51,9	
IV	-931,5	-961,8	18,6	488,9	470,2	-634,5	311,7	946,2	-348,6	370,5	719,1	2,7	30,3	23,9	-46,1	52,5	
11 I	-970,4	-1 009,9	6,9	485,1	478,3	-670,6	301,7	972,3	-344,6	377,0	721,6	-1,5	39,5	23,2	-35,2	51,5	
II	-981,2	-1 013,4	15,5	486,0	470,5	-646,3	293,3	939,6	-382,3	379,8	762,2	-0,3	32,2	23,5	-40,6	49,3	
III	-975,8	-970,6	11,5	480,2	468,7	-617,5	274,8	892,2	-372,2	385,2	757,4	7,6	-5,2	27,6	-83,8	51,1	
IV	-971,0	-890,1	15,7	496,5	480,8	-593,1	258,0	851,1	-318,7	395,1	713,7	5,9	-81,0	36,4	-170,2	52,8	
12 I	-963,6	-778,8	17,1	495,6	478,5	-536,4	270,1	806,5	-262,5	412,4	674,9	2,9	-184,8	36,0	-271,2	50,5	
II	-956,6	-641,7	12,1	494,6	482,6	-457,6	254,5	712,1	-200,8	440,9	641,7	4,6	-314,9	41,4	-403,6	47,3	
III	-959,4	-650,1	14,5	483,9	469,4	-484,3	253,7	738,1	-183,1	417,7	600,8	2,8	-309,3	40,2	-395,4	45,9	
IV	-976,4	-726,1	-5,6	475,4	480,9	-538,4	276,3	814,7	-184,3	420,9	605,2	2,1	-250,3	38,3	-332,6	43,9	

POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL

COMPONENTES DE LA POSICIÓN



FUENTE: BE.

Nota: A partir de diciembre de 2002, los datos de inversión de cartera se calculan con un nuevo sistema de información (véase la Circular del Banco de España n.2/2001 y la nota de novedades de los indicadores económicos). En la rúbrica 'Acciones y participaciones en fondos de inversión' de los otros sectores residentes, la incorporación de los nuevos datos supone una ruptura muy significativa de la serie histórica, tanto en activos financieros como en pasivos, por lo que se ha realizado una revisión desde 1992. Si bien el cambio metodológico que introduce el nuevo sistema afecta también, en alguna medida, al resto de las rúbricas, su efecto no justifica una revisión completa de las series.

a. Véase la nota b al cuadro 17.21 del Boletín Estadístico.

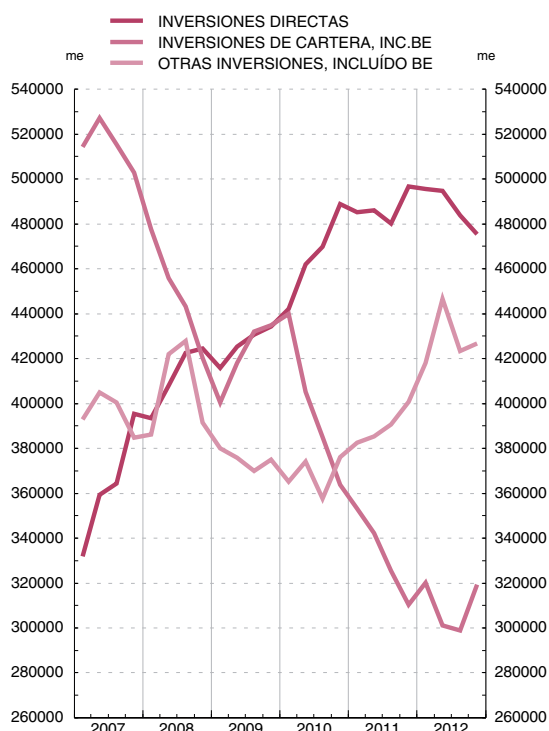
7.7. POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. DETALLE DE INVERSIONES

■ Serie representada gráficamente.

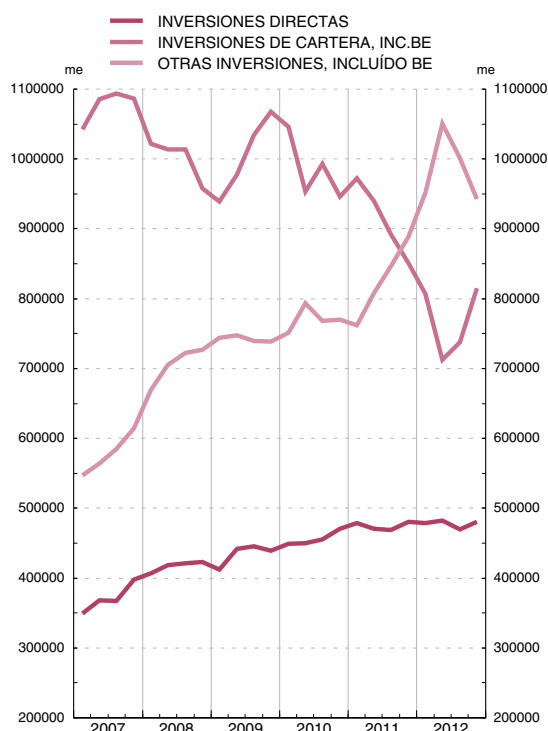
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	Inversiones directas				Inversiones de cartera, incluido Banco de España				Otras inversiones, incluido Banco de España		Derivados financieros incluido BE	
	De España en el exterior		Del exterior en España		De España en el exterior		Del exterior en España		De España en el exterior	Del exterior en España (a)	De España en el exterior	Del exterior en España
	Acciones y otras participaciones de capital	Financiación entre empresas relacionadas	Acciones y otras participaciones de capital	Financiación entre empresas relacionadas	Acciones y participaciones en fondos de inversión	Otros valores negociables	Acciones y participaciones en fondos de inversión	Otros valores negociables				
	1	2	3	4	5	6	7	8				
04	189 622	17 627	231 649	67 501	78 053	302 067	183 210	379 279	254 992	431 651	-	-
05	236 769	22 133	250 641	75 322	104 156	388 472	197 347	531 035	287 551	504 831	-	-
06	307 902	23 206	271 313	79 125	133 193	373 001	245 683	718 897	355 621	531 211	32 973	42 569
07	368 306	27 086	307 278	90 696	132 954	369 758	282 331	804 609	384 714	614 829	44 642	63 487
08	393 430	31 011	320 664	102 489	63 146	357 229	170 143	787 812	391 414	726 987	108 278	114 027
09 IV	404 194	30 207	327 215	111 662	78 591	356 340	222 619	845 431	375 092	738 182	77 449	78 498
10 I	410 875	31 226	329 493	119 320	89 281	350 497	198 532	847 236	365 256	751 132	93 867	88 286
II	428 418	33 426	330 793	119 297	87 320	317 817	169 352	784 544	374 110	793 388	118 304	106 522
III	432 284	37 505	334 434	120 998	88 730	296 430	194 022	799 121	357 527	767 997	121 434	117 049
IV	449 955	38 920	346 360	123 885	92 462	271 400	181 031	765 193	376 095	770 399	95 116	92 459
11 I	446 733	38 408	357 075	121 209	92 910	260 100	204 657	767 645	382 550	762 262	80 724	82 170
II	447 799	38 187	355 476	114 975	91 957	250 153	194 147	745 420	385 410	807 889	83 747	84 040
III	435 396	44 762	356 896	111 796	78 339	247 132	159 177	733 055	390 756	846 421	134 796	127 191
IV	446 789	49 752	363 956	116 836	77 815	232 593	163 769	687 314	400 801	889 100	140 225	134 415
12 I	447 175	48 450	363 004	115 491	83 849	236 158	159 328	647 189	418 171	951 425	133 237	130 209
II	441 568	53 068	369 916	112 636	82 309	218 868	146 156	565 967	446 604	1 050 358	153 277	148 677
III	432 899	50 965	360 205	109 162	86 470	212 519	165 603	572 474	423 442	1 001 242	157 193	154 374
IV	424 133	51 243	373 387	107 543	89 494	229 684	180 221	634 493	426 779	942 698	148 618	146 396

INVERSIONES DE ESPAÑA EN EL EXTERIOR



INVERSIONES DEL EXTERIOR EN ESPAÑA



FUENTE: BE.

Nota: Véase nota del indicador 7.6.

a. Véase la nota b al cuadro 17.21 del Boletín Estadístico.

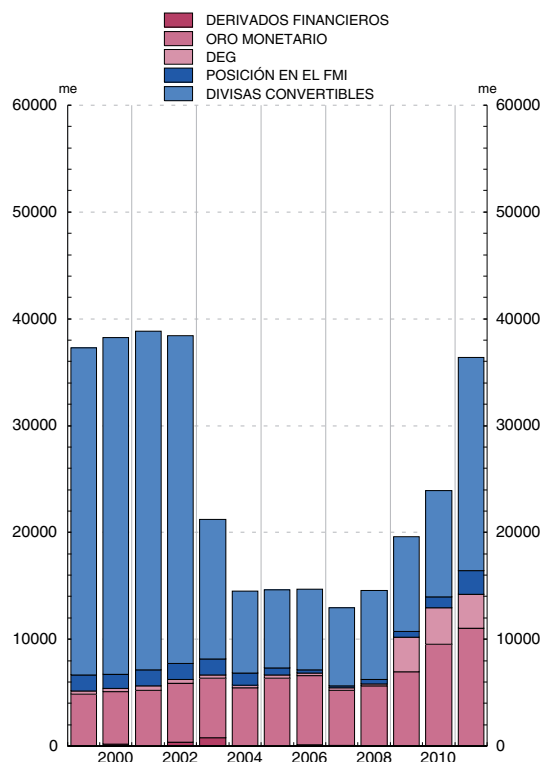
7.8. ACTIVOS DE RESERVA DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

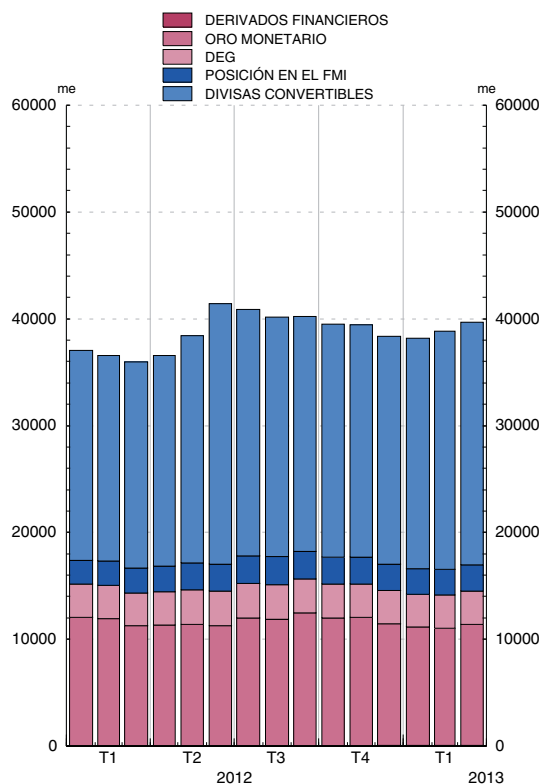
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	Activos de reserva						Pro memoria: oro
	Total	Divisas convertibles	Posición de reserva en el FMI	DEG	Oro monetario	Derivados financieros	Millones de onzas troy
	1	2	3	4	5	6	7
07	12 946	7 285	218	252	5 145	46	9,1
08	14 546	8 292	467	160	5 627	-	9,1
09	19 578	8 876	541	3 222	6 938	-	9,1
10	23 905	9 958	995	3 396	9 555	-	9,1
11	36 402	19 972	2 251	3 163	11 017	-	9,1
11 Oct	28 197	12 124	1 913	3 010	11 150	-	9,1
Nov	33 157	16 393	1 952	3 072	11 740	-	9,1
Dic	36 402	19 972	2 251	3 163	11 017	-	9,1
12 Ene	37 017	19 620	2 233	3 139	12 025	-	9,1
Feb	36 582	19 242	2 305	3 087	11 949	-	9,1
Mar	35 977	19 312	2 312	3 095	11 258	-	9,1
Abr	36 540	19 708	2 402	3 130	11 300	-	9,1
May	38 440	21 308	2 492	3 248	11 392	-	9,1
Jun	41 430	24 409	2 508	3 226	11 287	-	9,1
Jul	40 879	23 071	2 560	3 287	11 961	-	9,1
Ago	40 184	22 459	2 619	3 232	11 875	-	9,1
Sep	40 193	21 948	2 583	3 195	12 471	-3	9,1
Oct	39 492	21 820	2 491	3 175	12 002	4	9,1
Nov	39 463	21 791	2 479	3 166	12 011	16	9,1
Dic	38 347	21 349	2 412	3 132	11 418	35	9,1
13 Ene	38 177	21 548	2 411	3 057	11 109	51	9,1
Feb	38 839	22 305	2 402	3 102	10 988	42	9,1
Mar	39 664	22 698	2 451	3 145	11 330	39	9,1

ACTIVOS DE RESERVA
SALDOS FIN DE AÑO



ACTIVOS DE RESERVA
SALDOS FIN DE MES



FUENTE: BE.

Nota: A partir de enero de 1999, no se consideran activos de reserva ni los denominados en euros ni en monedas distintas del euro frente a los residentes en países de la zona euro. Hasta diciembre de 1998, los datos en pesetas han sido convertidos a euros con el tipo irrevocable. Desde enero de 1999, todos los activos de reserva se valoran a precios de mercado. Desde enero de 2000, los datos de activos de reserva están elaborados de acuerdo con las nuevas normas metodológicas publicadas por el FMI en el documento 'International Reserves and Foreign Currency Liquidity Guidelines for a Data Template', octubre de 2001, (<http://dsbb.imf.org/Applications/web/sddsguide>). Con esta nueva definición, el importe total de activos de reserva a 31 de diciembre de 1999 hubiera sido de 37.835 millones de euros, en lugar de los 37.288 millones de euros que constan en el cuadro.

7.9. DEUDA EXTERNA DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN

Saldos a fin de periodo

Millones de euros

	Total deuda externa	Administraciones Públicas						Otras instituciones financieras monetarias				
		Total	Corto plazo		Largo plazo			Total	Corto plazo		Largo plazo	
			Instrumentos del mercado monetario	Préstamos	Bonos y obligaciones	Préstamos	Créditos comerciales		Instrumentos del mercado monetario	Depósitos	Bonos y obligaciones	Depósitos
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
08 / IV	1 672 021	233 754	12 480	2 099	198 366	20 810	-	766 311	12 224	400 691	249 209	104 187
09 / I	1 699 703	243 632	15 801	480	204 677	22 675	-	784 094	15 149	411 446	248 803	108 696
II	1 722 777	257 152	21 125	979	211 224	23 825	-	786 229	14 200	409 692	251 975	110 363
III	1 732 303	276 333	31 005	709	219 260	25 359	-	770 038	14 217	391 123	257 026	107 671
IV	1 757 372	299 770	44 479	532	229 085	25 674	-	782 873	14 903	384 509	260 304	123 157
10 / I	1 778 929	315 896	51 896	114	237 246	26 640	-	789 869	16 641	399 817	256 338	117 073
II	1 759 449	291 348	39 698	192	223 146	28 312	-	741 796	12 157	378 888	239 162	111 589
III	1 745 184	302 216	39 437	932	232 817	29 031	-	758 152	10 926	396 110	242 943	108 173
IV	1 715 268	289 183	36 629	976	220 357	31 221	-	759 486	9 910	413 379	237 915	98 283
11 / I	1 708 246	292 546	37 875	485	222 351	31 836	-	764 002	10 640	395 695	239 048	118 619
II	1 730 880	286 716	37 245	7	216 267	33 197	-	795 147	7 554	425 267	234 291	128 035
III	1 758 013	294 064	36 605	507	223 190	33 762	-	771 764	6 211	402 061	227 074	136 418
IV	1 753 783	275 653	28 545	428	211 941	34 739	-	714 750	3 494	362 532	217 969	130 755
12 / I	1 775 832	256 634	23 612	4	192 181	40 837	-	654 191	3 341	311 819	203 771	135 259
II	1 790 923	238 617	16 369	70	175 912	46 266	-	590 199	2 699	273 422	178 575	135 504
III	1 748 490	255 059	20 397	325	187 969	46 367	-	541 833	1 524	237 643	171 895	130 771
IV	1 751 810	331 799	29 434	53	212 264	90 048	-	520 201	1 425	213 114	177 900	127 762

7.9. DEUDA EXTERNA DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN (CONT.)

Saldos a fin de periodo

Millones de euros

	Autoridad monetaria		Otros sectores residentes								Inversión directa		
	Total	Corto plazo	Total	Corto plazo			Largo plazo				Total	Frente a:	
(a)	Depósitos	Instrumentos del mercado monetario		Préstamos	Otros pasivos	Bonos y obligaciones	Préstamos	Créditos comerciales	Otros pasivos	Inversores directos		Afiladas	
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
08 / IV	35 233	35 233	479 500	13 329	22 307	2 668	302 204	136 854	361	1 777	157 222	65 142	92 080
09 /	32 491	32 491	480 593	20 122	19 430	3 275	292 216	143 518	393	1 639	158 893	69 975	88 918
II	35 596	35 596	468 268	18 969	17 448	2 416	282 343	145 040	385	1 667	175 532	90 696	84 836
III	47 538	47 538	461 698	13 249	16 429	2 552	281 652	145 875	419	1 522	176 696	89 842	86 854
IV	41 400	41 400	459 569	18 059	14 269	2 375	278 601	144 393	419	1 454	173 759	73 851	99 908
10 /	43 673	43 673	448 931	14 758	13 800	3 179	270 358	145 075	399	1 363	180 561	70 158	110 403
II	105 881	105 881	438 907	12 714	16 424	4 462	257 666	145 855	406	1 379	181 518	67 662	113 856
III	59 477	59 477	447 273	14 032	16 561	4 762	258 966	151 114	395	1 442	178 066	67 794	110 272
IV	51 323	51 323	435 599	11 929	16 671	4 284	248 454	152 281	396	1 584	179 677	67 741	111 936
11 /	40 665	40 665	432 694	11 724	17 978	3 818	246 007	150 974	390	1 803	178 338	67 865	110 474
II	45 732	45 732	425 714	11 840	18 068	4 192	238 223	151 628	389	1 374	177 571	68 579	108 992
III	89 019	89 019	424 629	7 466	19 506	6 433	232 509	157 058	394	1 263	178 537	68 044	110 493
IV	175 360	175 360	410 652	5 100	20 042	6 544	220 265	156 995	398	1 307	177 369	69 795	107 574
12 /	276 496	276 496	411 293	8 330	19 761	6 699	215 953	158 791	395	1 364	177 218	69 703	107 514
II	408 695	408 695	378 814	5 481	18 244	6 826	186 931	159 452	462	1 418	174 598	69 353	105 246
III	400 455	400 455	376 369	4 154	17 310	7 388	186 535	159 103	459	1 420	174 774	68 791	105 983
IV	337 486	337 486	387 705	6 064	16 628	7 728	207 405	148 003	457	1 420	174 618	68 043	106 572

FUENTE: BE.

a. Véase la nota b al cuadro 17.21 del Boletín Estadístico.

8.1.a BALANCE DEL EUROSISTEMA. PRÉSTAMO NETO A LAS ENTIDADES DE CRÉDITO Y SUS CONTRAPARTIDAS

Medias mensuales de datos diarios. Millones de euros

	Préstamo neto en euros							Contrapartidas					
Total	Operaciones de mercado abierto				Facilidades permanentes		Factores autónomos					Reservas mantenidas por entidades de crédito	
	Operac. principales de financiación (inyección)	Operac. de financiación a l/p (inyección)	Operac. de ajuste (neto)	Operac. estructurales (neto)	Facilidad marginal de crédito	Facilidad de depósito	Total	Billetes	Depósitos AAPP	Oro y activos netos en moneda extranjera	Resto activos (neto)		
	1=2+3+4+5+6-7	2	3	4	5	6	7	8=9+10-11-12	9	10	11	12	13
11 Sep	385 451	159 698	379 582	-7 589	-	613	146 852	184 329	852 472	47 300	543 854	171 590	201 122
Oct	381 055	201 431	381 245	-13 039	-	2 860	191 442	166 392	858 960	57 290	611 521	138 337	214 663
Nov	373 525	214 687	393 440	-12 911	-	2 392	224 082	157 921	865 195	62 105	614 105	155 275	215 605
Dic	394 459	229 993	481 184	-5 277	-	7 807	319 248	175 162	882 268	60 738	657 215	110 629	219 297
12 Ene	356 284	126 500	698 255	-	-	3 707	472 178	211 324	875 501	94 231	695 754	62 654	144 961
Feb	322 045	128 613	663 720	6 376	-	1 683	478 347	215 315	868 647	106 706	700 664	59 374	106 730
Mar	361 695	40 792	1 096 956	-	-	3 718	779 771	249 711	868 490	142 720	672 633	88 867	111 984
Abr	382 712	55 069	1 090 965	-	-	1 066	764 388	272 458	873 353	148 188	660 168	88 915	110 253
May	347 195	40 063	1 076 812	0	-	1 644	771 324	229 927	876 907	116 280	656 995	106 265	117 268
Jun	437 789	132 691	1 069 309	0	-	2 003	766 215	328 135	888 832	131 374	659 454	32 617	109 653
Jul	743 701	156 106	1 080 565	-	-	817	493 787	372 135	896 182	134 906	678 366	-19 413	371 566
Ago	885 372	131 936	1 076 236	-	-	833	323 633	347 038	898 561	115 828	678 405	-11 054	538 334
Sep	876 292	124 884	1 069 567	-	-	1 013	319 173	332 823	893 288	95 737	670 651	-14 449	543 469
Oct	885 514	92 494	1 057 904	-	-	1 324	266 209	352 304	890 571	101 249	708 573	-69 057	533 210
Nov	884 798	77 694	1 046 596	-	-	1 358	240 850	362 981	888 224	108 633	708 113	-74 237	521 816
Dic	884 094	74 151	1 038 706	-	-	4 538	233 301	389 750	901 830	110 978	704 635	-81 578	494 344
13 Ene	907 427	105 363	1 021 211	-	-	457	219 604	420 632	891 268	99 407	657 382	-87 339	486 795
Feb	850 148	129 306	876 189	-	-	658	156 006	419 735	880 527	73 410	655 016	-120 814	430 413

8.1.b BALANCE DEL BANCO DE ESPAÑA. PRÉSTAMO NETO A LAS ENTIDADES DE CRÉDITO Y SUS CONTRAPARTIDAS

Medias mensuales de datos diarios. Millones de euros

	Préstamo neto en euros							Contrapartidas							
Total	Operaciones de mercado abierto				Facilidades permanentes		Posición intrasistema		Factores autónomos					Reservas mantenidas por entidades de crédito	
	Oper. principales de financ. (inyección)	Oper. de financiación a l/p (inyección)	Oper. de ajuste (neto)	Oper. estructurales (neto)	Facilidad marginal de crédito	Facilidad de depósito	Target	Resto	Total	Billetes	Depósitos AAPP	Oro y activos netos en moneda extranjera	Resto activos (neto)		
	14=15+16+17+18+19-20	15	16	17	18	19	20	21	22	23=24+25-26-27	24	25	26		27	28
11 Sep	69 299	32 965	46 394	-225	-	0	9 835	82 810	-5 585	-30 491	68 987	8 879	21 636	86 721	22 565
Oct	76 048	43 185	42 994	-461	-	0	9 670	93 640	-5 585	-36 331	68 456	5 754	24 147	86 395	24 324
Nov	97 970	54 449	51 831	-465	-	110	7 956	119 540	-5 585	-38 879	67 709	8 302	26 705	88 185	22 894
Dic	118 861	47 109	85 302	1 976	-	395	15 921	150 831	-5 604	-50 033	69 568	5 016	33 204	91 414	23 668
12 Ene	133 177	6 445	154 976	-0	-	-	28 244	175 940	-5 724	-53 051	68 708	5 847	37 116	90 489	16 012
Feb	152 432	17 505	152 297	2 293	-	1	19 665	196 896	-5 724	-49 527	67 114	10 035	37 120	89 556	10 787
Mar	227 600	1 037	315 306	-	-	-	88 742	252 097	-5 724	-30 159	66 912	24 829	35 054	86 847	11 386
Abr	263 535	1 781	315 153	-	-	5	53 404	284 549	-5 724	-26 953	67 161	24 159	32 986	85 287	11 662
May	287 813	9 204	315 438	-	-	-	36 829	318 594	-5 724	-36 857	67 030	11 226	32 912	82 200	11 800
Jun	337 206	44 961	320 036	-	-	0	27 792	371 808	-5 724	-40 468	70 049	7 284	35 954	81 846	11 589
Jul	375 549	69 338	332 847	-	-	-	26 636	414 619	-5 724	-45 373	71 589	5 319	42 439	79 842	12 027
Ago	388 736	74 115	337 539	-	-	-	22 918	428 617	-5 724	-46 154	71 144	6 424	43 110	80 611	11 997
Sep	378 176	70 818	329 109	-	-	-	21 751	419 847	-5 724	-47 776	69 114	4 036	41 785	79 142	11 829
Oct	341 601	47 426	319 508	-	-	0	25 333	383 605	-5 724	-48 108	67 482	4 408	40 945	79 053	11 827
Nov	340 835	44 292	320 567	-	-	-	24 024	376 268	-5 724	-43 004	65 376	10 766	41 360	77 785	13 295
Dic	313 109	41 144	316 148	-	-	1	44 183	352 406	-5 744	-48 442	64 574	6 970	40 285	79 701	14 890
13 Ene	298 664	34 839	311 210	-	-	-	47 385	333 226	-5 862	-43 911	62 903	9 224	37 617	78 421	15 211
Feb	271 840	24 077	266 847	-	-	-	19 084	308 008	-5 862	-44 310	60 934	8 630	38 170	75 704	14 005

FUENTES: BCE para el cuadro 8.1.a y BE para el cuadro 8.1.b.

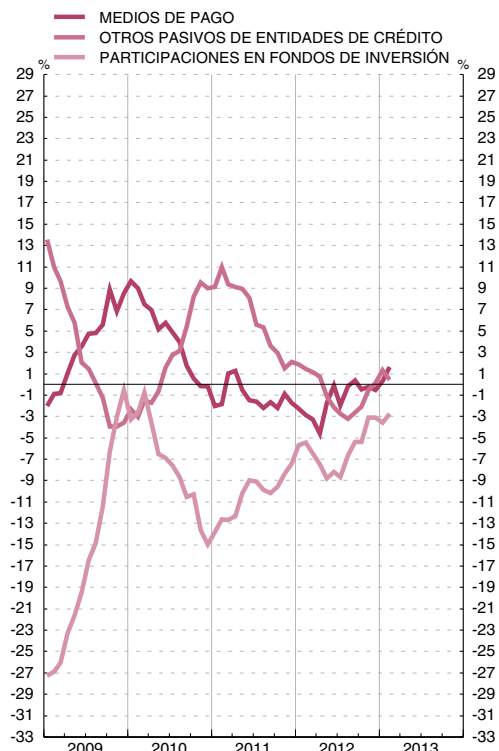
8.2. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

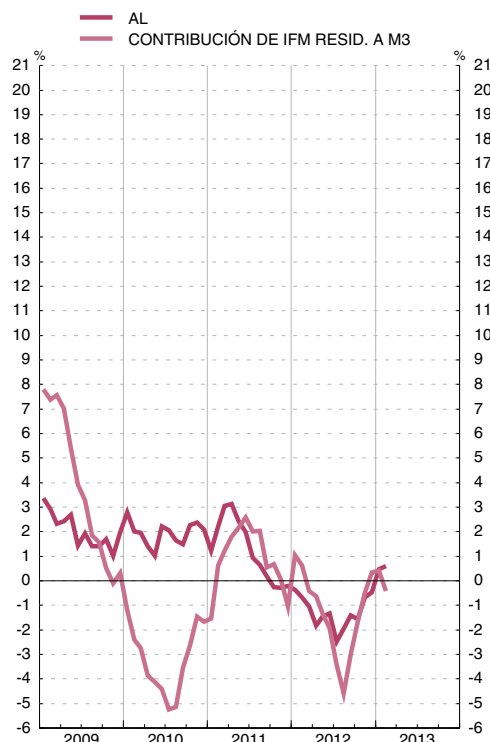
Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago				Otros pasivos de entidades de crédito					Participaciones en fondos de inversión				Pro memoria	
	SalDOS	1 T 12	T 1/12		SalDOS	1 T 12	T 1/12			SalDOS	1 T 12	T 1/12		T 1/12	
			Efec- tivo	Depó- sitos (b)			Otros depó- sitos (c)	Cesiones temp. + valores de en- tidades de cré- dito	Depó- sitos en su- cursales en ex- terior			Renta fija en euros (d)	Resto	AL (e)	Contri- bución de IFM resid. a M3
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
10	518 340	-0,2	-0,3	-0,1	574 813	9,0	6,4	49,3	-22,2	124 357	-14,9	-29,5	1,6	2,1	-1,7
11	509 431	-1,7	-2,5	-1,5	587 027	2,1	-2,3	46,7	-28,9	115 157	-7,4	-10,3	-5,1	-0,2	-1,1
12	P 506 749	-0,5	-2,4	-0,1	587 776	0,1	-0,2	1,9	9,6	111 566	-3,1	-6,9	-0,3	-0,5	0,3
11 Nov	499 569	-0,9	-2,2	-0,6	579 698	1,5	-1,6	33,5	-20,1	115 330	-8,4	-12,8	-4,7	-0,3	0,1
Dic	509 431	-1,7	-2,5	-1,5	587 027	2,1	-2,3	46,7	-28,9	115 157	-7,4	-10,3	-5,1	-0,2	-1,1
12 Ene	493 164	-2,3	-2,9	-2,1	584 558	1,9	-3,1	55,0	-31,7	117 838	-5,7	-6,3	-5,2	-0,4	1,0
Feb	491 536	-2,9	-2,9	-2,9	587 691	1,4	-3,5	53,2	-33,9	118 876	-5,4	-3,2	-7,1	-0,7	0,6
Mar	497 338	-3,3	-2,3	-3,5	586 273	1,1	-3,8	53,1	-39,0	117 185	-6,5	-3,3	-8,7	-1,0	-0,4
Abr	488 418	-4,6	-2,5	-5,1	581 884	0,7	-4,7	56,4	-37,6	115 336	-7,5	-3,0	-10,7	-1,8	-0,6
May	500 585	-1,7	0,6	-2,3	575 437	-1,1	-6,9	57,2	-36,2	112 559	-8,8	-2,7	-13,1	-1,5	-1,3
Jun	522 606	-0,1	3,2	-0,9	572 439	-2,1	-8,4	60,0	-32,5	111 754	-8,2	-4,6	-10,8	-1,3	-1,9
Jul	505 133	-1,9	3,6	-3,2	564 220	-2,7	-9,2	60,1	-13,9	110 749	-8,7	-5,1	-11,3	-2,5	-3,4
Ago	505 268	-0,2	4,5	-1,2	562 589	-3,2	-9,6	57,4	-9,9	111 811	-6,7	-5,3	-7,7	-2,0	-4,6
Sep	504 117	0,4	3,3	-0,3	564 387	-2,6	-8,8	57,2	-11,8	111 594	-5,4	-5,5	-5,3	-1,4	-3,0
Oct	P 492 761	-0,5	1,9	-1,0	569 044	-2,1	-6,3	33,7	-10,9	111 724	-5,4	-6,4	-4,6	-1,6	-1,7
Nov	P 498 364	-0,2	-1,2	-0,0	576 489	-0,6	-2,8	15,9	-1,0	111 721	-3,1	-6,7	-0,5	-0,7	-0,5
Dic	P 506 749	-0,5	-2,4	-0,1	587 776	0,1	-0,2	1,9	9,6	111 566	-3,1	-6,9	-0,3	-0,5	0,3
13 Ene	P 494 687	0,3	-3,1	1,1	592 180	1,3	1,5	-0,0	9,6	113 633	-3,6	-7,5	-0,7	0,5	0,4
Feb	P 499 420	1,6	-3,6	2,8	590 252	0,4	1,4	-6,0	11,5	115 597	-2,8	-7,4	0,7	0,6	-0,4

SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y HOGARES E ISFLSH
Tasas de variación interanual



SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y HOGARES E ISFLSH
Tasas de variación interanual



FUENTE: BE.

a. Este concepto se refiere a los instrumentos que se detallan, emitidos por entidades de crédito y fondos de inversión residentes, salvo la columna 9, que recoge los depósitos en las sucursales de bancos españoles en el exterior.

b. Cuentas corrientes, cuentas de ahorro y depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses.

c. Depósitos con preaviso a más de tres meses y depósitos a plazo.

d. La serie incluye las antiguas categorías FIAMM y FIM de renta fija en euros.

e. Medios de pago, otros pasivos de entidades de crédito y participaciones en fondos de inversión de renta fija en euros.

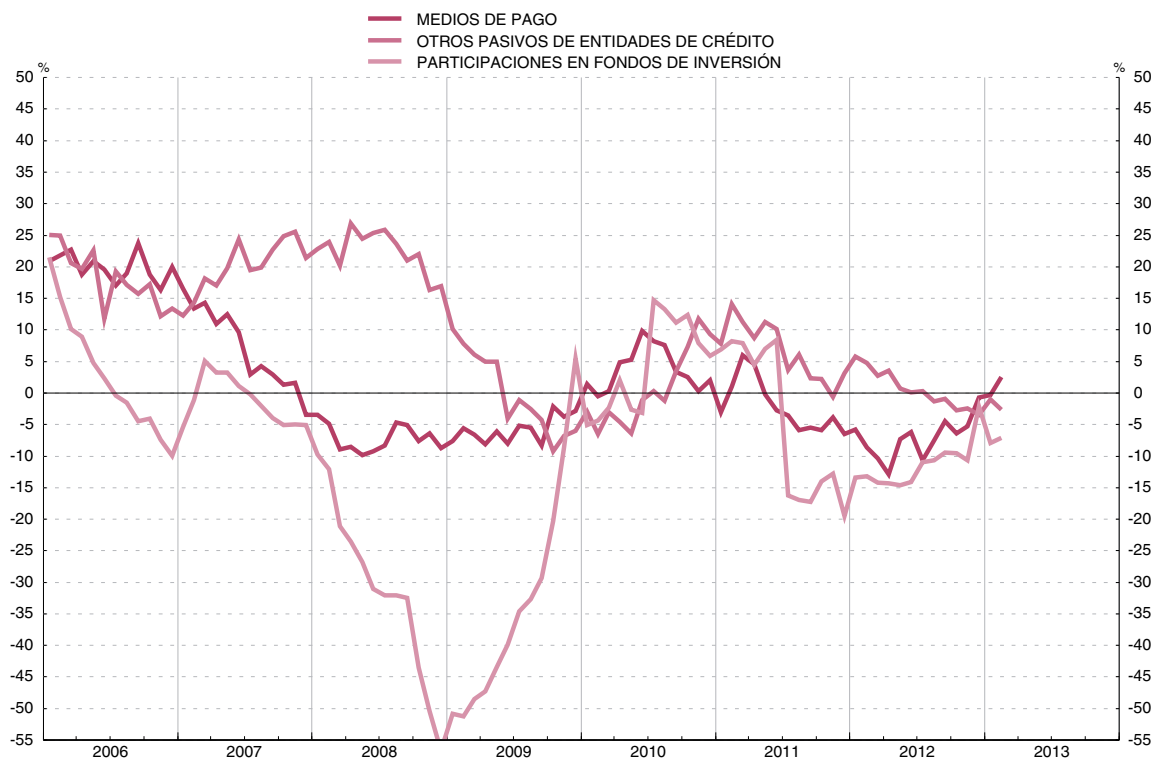
8.3. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y porcentajes

		Medios de pago (b)		Otros pasivos de entidades de crédito				Participaciones en fondos de inversión			
		SalDOS	Tasa inter-anual	SalDOS	Tasa inter-anual	Tasa interanual		SalDOS	Tasa inter-anual	Tasa interanual	
						Otros depósitos (c)	Cesiones temp. + valores de e.c. + depós. en suc. en ext.			Renta fija en euros (d)	Resto
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
10		119 757	2,0	124 097	9,3	6,1	22,5	12 153	5,9	-9,4	22,1
11		111 937	-6,5	127 939	3,1	-10,9	52,0	9 780	-19,5	-22,4	-17,2
12	P	111 150	-0,7	123 571	-3,4	-7,1	4,2	9 570	-2,1	-2,8	-1,6
11	Nov	111 235	-3,8	122 969	-0,6	-11,0	36,7	10 727	-12,8	-16,7	-9,6
	Dic	111 937	-6,5	127 939	3,1	-10,9	52,0	9 780	-19,5	-22,4	-17,2
12	Ene	106 191	-5,8	125 595	5,8	-10,8	68,1	10 589	-13,4	-11,1	-15,1
	Feb	106 748	-8,6	126 824	4,7	-11,0	63,0	10 680	-13,2	-8,2	-16,8
	Mar	108 627	-10,4	125 991	2,8	-13,3	60,7	10 527	-14,2	-8,4	-18,3
	Abr	103 018	-12,9	124 367	3,5	-14,0	66,0	10 365	-14,4	-8,2	-18,8
	May	109 613	-7,3	123 386	0,7	-17,8	66,3	10 227	-14,7	-6,6	-20,4
	Jun	114 187	-6,2	124 397	0,1	-19,6	69,1	10 146	-14,1	-8,5	-18,3
	Jul	103 371	-10,7	119 974	0,3	-20,1	69,5	10 050	-10,9	-4,2	-15,7
	Ago	105 787	-7,5	120 193	-1,3	-20,6	62,7	9 952	-10,7	-6,7	-13,6
	Sep	106 926	-4,4	120 462	-0,9	-19,9	60,7	9 934	-9,4	-6,9	-11,3
	Oct	101 628	-6,4	118 444	-2,7	-17,4	37,5	9 931	-9,6	-8,1	-10,7
	Nov	105 320	-5,3	120 027	-2,4	-11,6	18,9	9 585	-10,7	-11,9	-9,7
	Dic	111 150	-0,7	123 571	-3,4	-7,1	4,2	9 570	-2,1	-2,8	-1,6
13	Ene	P	105 832	-0,3	124 256	-1,1	-3,8	9 746	-8,0	-12,5	-4,4
	Feb	P	109 490	2,6	123 443	-2,7	-3,1	9 917	-7,1	-12,3	-3,1

SOCIEDADES NO FINANCIERAS Tasas de variación interanual



FUENTE: BE.

a. Este concepto se refiere a los instrumentos que se detallan, emitidos por entidades de crédito y fondos de inversión residentes, salvo la columna 6, que recoge los depósitos en las sucursales de bancos españoles en el exterior.

b. Efectivo, cuentas corrientes, cuentas de ahorro y depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses.

c. Depósitos con preaviso a más de tres meses y depósitos a plazo.

d. La serie incluye las antiguas categorías FIAMM y FIM de renta fija en euros.

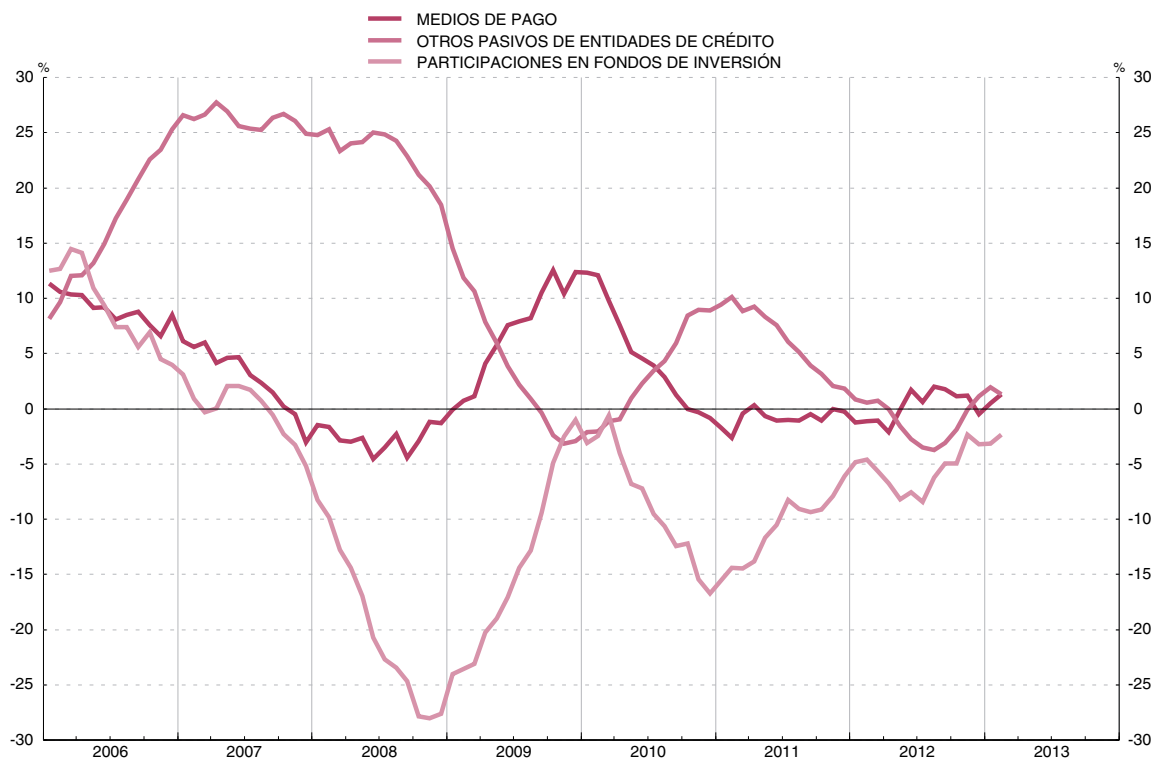
8.4. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y porcentajes

		Medios de pago				Otros pasivos de entidades de crédito				Participaciones en fondos de inversión			
		Saldos	Tasa inter-anual	Tasa interanual		Saldos	Tasa inter-anual	Tasa interanual		Saldos	Tasa inter-anual	Tasa interanual	
				Efectivo	Depósitos a la vista (b)			Otros depósitos (c)	Cesiones temp. + valores de e.c. + depós. en suc. en ext.			Renta fija en euros (d)	Resto
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
10		398 582	-0,8	-1,8	-0,5	450 716	8,9	6,5	55,7	112 204	-16,7	-31,1	-0,2
11		397 494	-0,3	-1,6	0,1	459 088	1,9	-0,3	30,0	105 377	-6,1	-8,9	-3,8
12	P	395 600	-0,5	-2,1	-0,0	464 206	1,1	1,2	0,2	101 996	-3,2	-7,2	-0,2
11	Nov	388 334	0,0	-1,4	0,4	456 728	2,1	0,6	21,5	104 603	-7,9	-12,4	-4,2
	Dic	397 494	-0,3	-1,6	0,1	459 088	1,9	-0,3	30,0	105 377	-6,1	-8,9	-3,8
12	Ene	386 973	-1,2	-2,0	-1,0	458 963	0,8	-1,4	31,0	107 249	-4,8	-5,7	-4,1
	Feb	384 788	-1,1	-2,1	-0,9	460 866	0,6	-1,8	32,1	108 195	-4,6	-2,6	-6,0
	Mar	388 711	-1,1	-1,5	-1,0	460 283	0,7	-1,6	31,2	106 658	-5,6	-2,8	-7,7
	Abr	385 400	-2,1	-1,8	-2,2	457 517	-0,0	-2,6	34,0	104 971	-6,7	-2,4	-9,8
	May	390 972	-0,1	1,2	-0,5	452 051	-1,6	-4,4	35,4	102 333	-8,2	-2,3	-12,4
	Jun	408 419	1,7	3,7	1,2	448 043	-2,7	-5,9	38,6	101 609	-7,5	-4,2	-10,0
	Jul	401 762	0,6	4,0	-0,4	444 246	-3,5	-6,9	42,1	100 699	-8,5	-5,2	-10,8
	Ago	399 481	2,0	4,8	1,2	442 395	-3,8	-7,2	43,5	101 859	-6,2	-5,1	-7,1
	Sep	397 190	1,7	3,6	1,2	443 925	-3,1	-6,4	43,7	101 660	-5,0	-5,3	-4,7
	Oct	P 391 133	1,2	2,2	0,8	450 600	-1,9	-4,0	24,4	101 793	-5,0	-6,2	-4,0
	Nov	P 393 045	1,2	-0,8	1,8	456 463	-0,1	-1,1	11,0	102 137	-2,4	-6,1	0,5
	Dic	P 395 600	-0,5	-2,1	-0,0	464 206	1,1	1,2	0,2	101 996	-3,2	-7,2	-0,2
13	Ene	P 388 855	0,5	-2,7	1,4	467 923	2,0	2,5	-3,6	103 887	-3,1	-7,0	-0,3
	Feb	P 389 930	1,3	-3,3	2,7	466 810	1,3	2,3	-8,9	105 680	-2,3	-6,9	1,0

HOGARES E ISFLSH Tasas de variación interanual



FUENTE: BE.

a. Este concepto se refiere a los instrumentos que se detallan, emitidos por entidades de crédito y fondos de inversión residentes, salvo la columna 6, que recoge los depósitos en las sucursales de bancos españoles en el exterior.

b. Cuentas corrientes, cuentas de ahorro y depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses.

c. Depósitos con preaviso a más de tres meses y depósitos a plazo.

d. La serie incluye las antiguas categorías FIAMM y FIM de renta fija en euros.

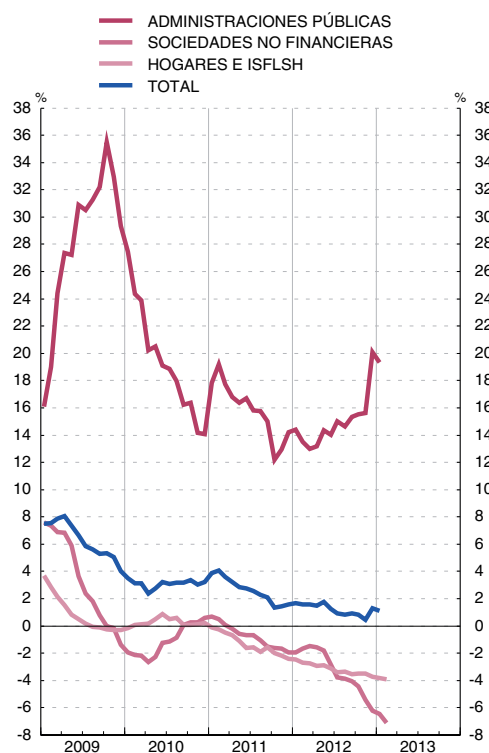
8.5. FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

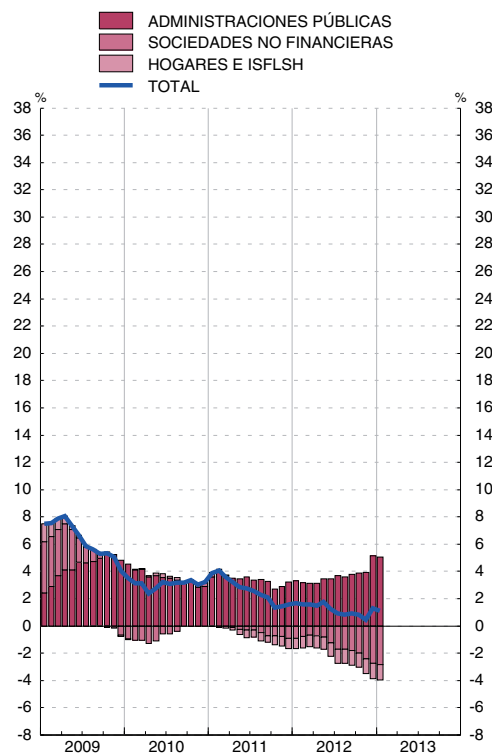
Millones de euros y porcentajes

	Total			Tasa interanual							Contribución a la tasa del total						
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa interanual	Administraciones Públicas (b)	Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH							Administraciones Públicas (b)	Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH				
					Por sectores			Por instrumentos					Por sectores			Por instrumentos	
					Sociedades no financieras	Hogares e ISFLSH	Prést. de ent. de crto fondos titul. y SGA(c)	Valores distintos de acciones	Préstamos del exterior	Sociedades no financieras	Hogares e ISFLSH		Prést. de ent. de crédito y fondos tituliz.	Valores distintos de acciones	Préstamos del exterior		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
10	2 844 462	89 200	3,2	14,1	0,4	0,6	0,2	-0,4	10,6	3,4	2,9	0,3	0,3	0,1	-0,3	0,2	0,4
11	2 862 714	44 885	1,6	14,2	-2,1	-2,0	-2,4	-3,3	7,6	2,4	3,2	-1,6	-0,9	-0,8	-2,1	0,2	0,3
12	P 2 863 020	37 271	1,3	20,1	-5,2	-6,2	-3,7	-5,8	12,3	-5,4	5,2	-3,9	-2,7	-1,1	-3,5	0,3	-0,7
11 Nov	2 860 709	17 249	1,4	12,9	-1,9	-1,7	-2,2	-3,0	4,8	2,6	2,9	-1,5	-0,8	-0,7	-1,9	0,1	0,3
Dic	2 862 714	5 595	1,6	14,2	-2,1	-2,0	-2,4	-3,3	7,6	2,4	3,2	-1,6	-0,9	-0,8	-2,1	0,2	0,3
12 Ene	2 870 471	6 227	1,7	14,4	-2,2	-2,0	-2,5	-3,4	8,6	2,2	3,3	-1,7	-0,9	-0,8	-2,1	0,2	0,3
Feb	2 878 747	9 616	1,6	13,5	-2,1	-1,7	-2,7	-3,3	8,8	2,2	3,2	-1,6	-0,7	-0,8	-2,1	0,2	0,3
Mar	2 886 278	6 215	1,6	13,0	-2,0	-1,5	-2,7	-3,4	11,1	2,8	3,1	-1,5	-0,7	-0,8	-2,1	0,2	0,3
Abr	2 872 928	-10 434	1,5	13,2	-2,1	-1,6	-2,9	-3,5	8,2	2,6	3,1	-1,6	-0,7	-0,9	-2,1	0,2	0,3
May	2 884 280	8 946	1,8	14,3	-2,2	-1,8	-2,9	-3,6	7,1	2,8	3,5	-1,7	-0,8	-0,9	-2,2	0,2	0,3
Jun	2 893 120	8 461	1,2	14,0	-3,0	-2,8	-3,1	-4,1	9,2	0,7	3,5	-2,2	-1,3	-1,0	-2,5	0,2	0,1
Jul	2 872 140	-20 265	0,9	15,0	-3,6	-3,8	-3,4	-4,6	8,8	-1,1	3,7	-2,7	-1,7	-1,1	-2,8	0,2	-0,1
Ago	2 854 038	-17 599	0,8	14,6	-3,7	-3,9	-3,4	-4,6	8,6	-1,0	3,6	-2,8	-1,7	-1,0	-2,8	0,2	-0,1
Sep	2 867 950	16 622	0,9	15,3	-3,9	-4,1	-3,6	-4,7	9,5	-2,0	3,8	-2,9	-1,8	-1,1	-2,9	0,2	-0,2
Oct	P 2 859 594	-7 289	0,8	15,5	-4,0	-4,4	-3,5	-5,1	13,0	-1,9	3,9	-3,0	-2,0	-1,1	-3,1	0,3	-0,2
Nov	P 2 865 588	6 702	0,4	15,6	-4,6	-5,4	-3,5	-5,5	13,5	-3,8	3,9	-3,5	-2,4	-1,1	-3,3	0,3	-0,5
Dic	P 2 863 020	30 071	1,3	20,1	-5,2	-6,2	-3,7	-5,8	12,3	-5,4	5,2	-3,9	-2,7	-1,1	-3,5	0,3	-0,7
13 Ene	P 2 862 128	213	1,1	19,3	-5,4	-6,5	-3,8	-6,1	13,6	-5,3	5,1	-4,0	-2,8	-1,1	-3,6	0,3	-0,7
Feb	P ...	...	...	...	-5,8	-7,1	-3,9	-6,2	7,3	-6,6	...	...	...	...	...	...	...

FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS
Tasas de variación interanual



FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS
Contribuciones a la tasa de variación interanual



FUENTE: BE.

a. Las tasas de variación interanual se calculan como: flujo efectivo del período / saldo al principio del período.

b. Total de pasivos (consolidados). Se deducen los pasivos entre Administraciones Públicas.

c. Incluye los préstamos transferidos a la SAREB, que es una Sociedad de Gestión de Activos (SGA).

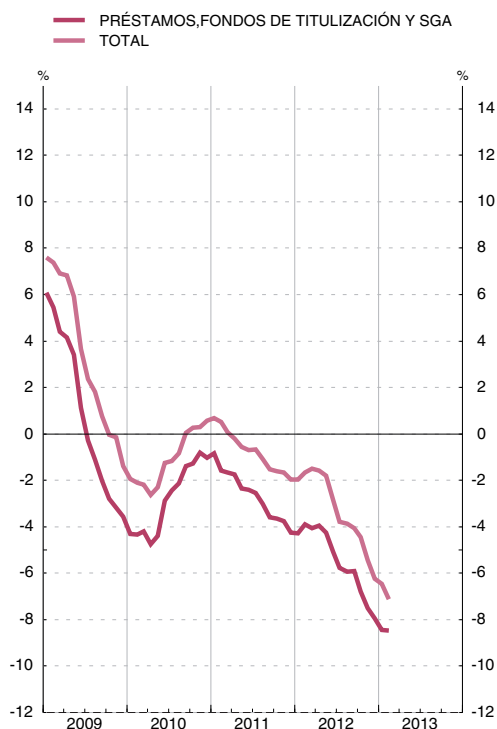
8.6. FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

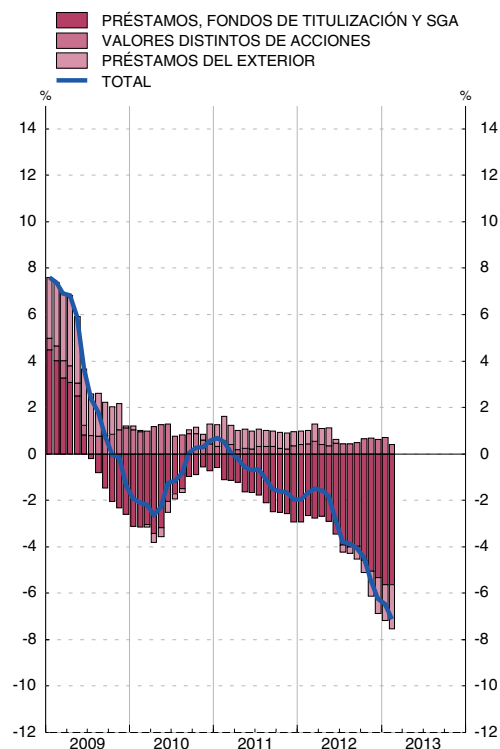
Millones de euros y porcentajes

	Total			Préstamos de entidades de crédito residentes, préstamos titulizados fuera del balance y prmos. transf. a SGA (c)			Valores distintos de acciones (b)				Préstamos del exterior			Pro memoria: préstamos titulizados fuera de balance y préstamos transferidos a SGA (c)
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa inter-anual	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	del cual		Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	
	1	2	3	4	5	6	Saldo	Emissiones de filial. financ. resid.	9	10	11	12	13	14
10	1 301 625	7 475	0,6	895 918	-1,0	-0,7	60 408	46 895	10,6	0,4	345 298	3,3	0,8	1 581
11	1 255 286	-25 410	-2,0	840 887	-4,2	-2,9	64 988	50 867	7,6	0,4	349 411	2,3	0,6	1 332
12	P 1 144 339	-78 183	-6,2	736 019	-8,0	-5,3	72 970	56 208	12,3	0,6	335 349	-5,5	-1,5	29 291
11 Nov	1 264 904	1 477	-1,7	849 929	-3,7	-2,6	64 424	50 363	4,8	0,2	350 551	2,6	0,7	1 275
Dic	1 255 286	-7 109	-2,0	840 887	-4,2	-2,9	64 988	50 867	7,6	0,4	349 411	2,3	0,6	1 332
12 Ene	1 253 690	-3 711	-2,0	835 814	-4,3	-2,9	65 338	51 080	8,6	0,4	352 538	2,2	0,6	1 325
Feb	1 253 971	1 313	-1,7	831 018	-3,9	-2,7	67 818	53 296	8,8	0,4	355 134	2,1	0,6	1 172
Mar	1 252 625	-1 996	-1,5	828 598	-4,1	-2,8	69 140	54 320	11,1	0,5	354 886	2,8	0,7	1 143
Abr	1 248 808	-2 051	-1,6	825 581	-3,9	-2,7	67 923	53 166	8,2	0,4	355 304	2,6	0,7	1 172
May	1 244 955	-6 544	-1,8	819 091	-4,3	-2,9	68 557	53 979	7,1	0,4	357 307	2,8	0,8	1 147
Jun	1 232 768	-13 283	-2,8	812 314	-5,1	-3,5	68 810	53 606	9,2	0,5	351 644	0,6	0,2	1 164
Jul	1 220 505	-12 059	-3,8	804 701	-5,8	-3,9	68 898	53 854	8,8	0,4	346 906	-1,1	-0,3	1 120
Ago	1 209 292	-10 479	-3,9	792 990	-5,9	-4,0	68 564	53 546	8,6	0,4	347 738	-1,0	-0,3	1 099
Sep	1 210 026	2 460	-4,1	792 423	-5,9	-4,0	69 984	55 041	9,5	0,5	347 619	-2,0	-0,6	1 115
Oct	P 1 205 097	-4 192	-4,4	783 848	-6,8	-4,6	72 398	56 616	13,0	0,7	348 851	-1,9	-0,5	1 064
Nov	P 1 192 777	-11 000	-5,4	776 667	-7,5	-5,0	73 127	56 076	13,5	0,7	342 983	-3,9	-1,1	1 256
Dic	P 1 144 339	-16 642	-6,2	736 019	-8,0	-5,3	72 970	56 208	12,3	0,6	335 349	-5,5	-1,5	29 291
13 Ene	P 1 137 089	-6 555	-6,5	726 121	-8,5	-5,6	74 209	57 068	13,6	0,7	336 759	-5,5	-1,5	28 368
Feb	P 1 120 891	-7 063	-7,1	712 810	-8,5	-5,6	72 759	55 393	7,3	0,4	335 322	-6,7	-1,9	40 477

FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS
Tasas de variación interanual



FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS
Contribuciones a la tasa de variación interanual



FUENTE: BE.

a. Las tasas de variación interanual se calculan como: flujo efectivo del período / saldo al principio del período.

b. Incluye las emisiones realizadas por filiales financieras residentes en España de sociedades no financieras, en tanto que los fondos captados en estas emisiones se canalizan a la empresa matriz como préstamos. Las entidades emisoras de estos instrumentos financieros se clasifican como Otros intermediarios financieros en el Boletín Estadístico y en las Cuentas Financieras de la Economía Española.

c. Incluye los préstamos transferidos a la SAREB, que es una Sociedad de Gestión de Activos (SGA).

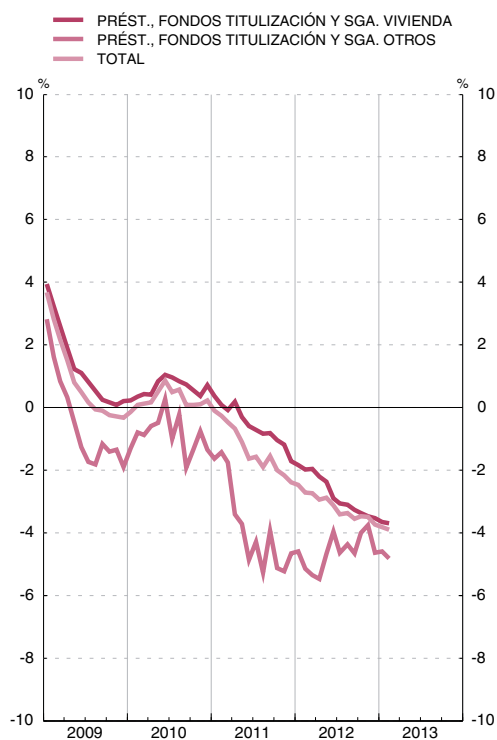
8.7. FINANCIACIÓN A LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

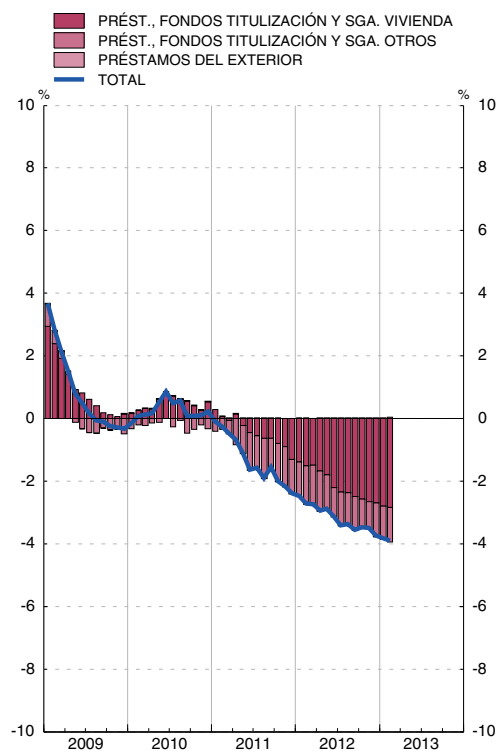
Millones de euros y porcentajes

	Total			Préstamos de entid. de cred.resid.préstamos titulizados fuera del balance y pr.transf a SGA Vivienda (b)			Préstamos de entid. de cred.resid.préstamos titulizados fuera del balance y pr.transf a SGA Otros (b)			Préstamos del exterior de crédito residentes			Pro memoria: préstamos titulizados fuera del balance y préstamos transferidos a SGA (b)	
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa inter-anual	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	Vivienda	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
10	898 146	2 116	0,2	679 958	0,7	0,5	215 285	-1,3	-0,3	2 902	5,8	0,0	17 161	1 637
11	870 960	-21 481	-2,4	666 866	-1,7	-1,3	201 065	-4,7	-1,1	3 029	4,9	0,0	10 336	547
12	834 265	-32 495	-3,7	642 172	-3,5	-2,7	189 097	-4,6	-1,1	2 996	10,2	0,0	8 813	803
11 Nov	877 624	4 173	-2,2	667 909	-1,2	-0,9	206 696	-5,2	-1,3	3 020	4,7	0,0	15 250	570
Dic	870 960	-5 583	-2,4	666 866	-1,7	-1,3	201 065	-4,7	-1,1	3 029	4,9	0,0	10 336	547
12 Ene	865 762	-4 614	-2,5	663 730	-1,8	-1,4	199 318	-4,6	-1,1	2 714	4,9	0,0	10 245	497
Feb	861 035	-4 418	-2,7	660 918	-2,0	-1,5	197 389	-5,1	-1,2	2 728	5,3	0,0	10 194	450
Mar	858 727	-2 975	-2,7	659 805	-2,0	-1,5	196 186	-5,3	-1,3	2 737	4,7	0,0	10 089	428
Abr	855 481	-2 097	-2,9	660 121	-2,2	-1,7	192 603	-5,5	-1,3	2 757	5,3	0,0	10 040	347
May	853 837	-1 358	-2,9	657 256	-2,4	-1,8	193 809	-4,7	-1,1	2 772	5,2	0,0	9 897	271
Jun	855 738	2 617	-3,1	653 954	-2,9	-2,2	199 001	-4,0	-0,9	2 783	5,2	0,0	9 753	378
Jul	847 705	-7 522	-3,4	652 132	-3,1	-2,3	192 770	-4,6	-1,1	2 803	4,9	0,0	8 273	295
Ago	843 995	-3 943	-3,4	649 660	-3,1	-2,4	191 517	-4,4	-1,0	2 818	5,2	0,0	8 180	263
Sep	840 759	-2 251	-3,6	648 026	-3,3	-2,5	189 911	-4,6	-1,1	2 822	5,1	0,0	8 505	252
Oct	838 073	-2 357	-3,5	645 422	-3,4	-2,6	189 753	-4,0	-0,9	2 898	7,6	0,0	8 428	215
Nov	842 540	3 855	-3,5	643 606	-3,5	-2,6	195 991	-3,7	-0,9	2 944	9,0	0,0	8 511	997
Dic	834 265	-7 432	-3,7	642 172	-3,5	-2,7	189 097	-4,6	-1,1	2 996	10,2	0,0	8 813	803
13 Ene	828 731	-5 124	-3,8	638 439	-3,6	-2,8	187 282	-4,6	-1,1	3 009	11,5	0,0	8 525	917
Feb	823 494	-4 990	-3,9	635 315	-3,7	-2,8	185 143	-4,8	-1,1	3 036	11,9	0,0	8 277	879

FINANCIACIÓN A LOS HOGARES E ISFLSH
Tasas de variación interanual



FINANCIACIÓN A LOS HOGARES E ISFLSH
Contribuciones a la tasa de variación interanual



FUENTE: BE.

a. Las tasas de variación interanual se calculan como: flujo efectivo del período / saldo al principio del período.

b. Incluye los préstamos transferidos a la SAREB, que es una Sociedad de Gestión de Activos (SGA).

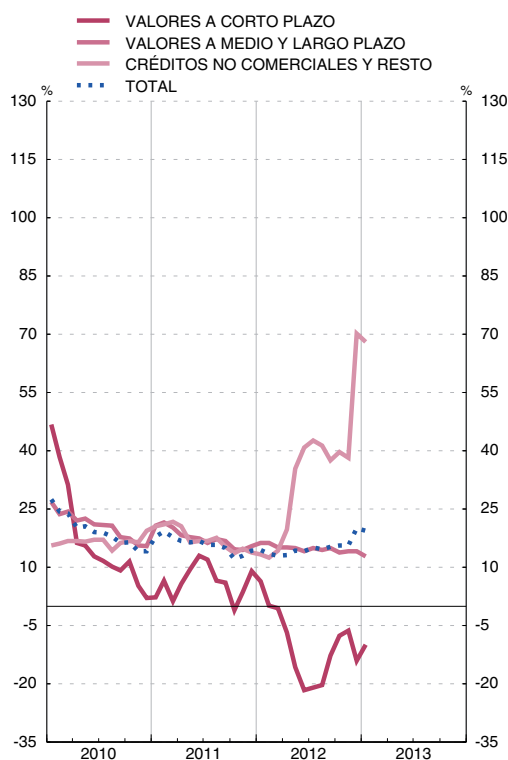
8.8. FINANCIACIÓN BRUTA A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS RESIDENTES EN ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

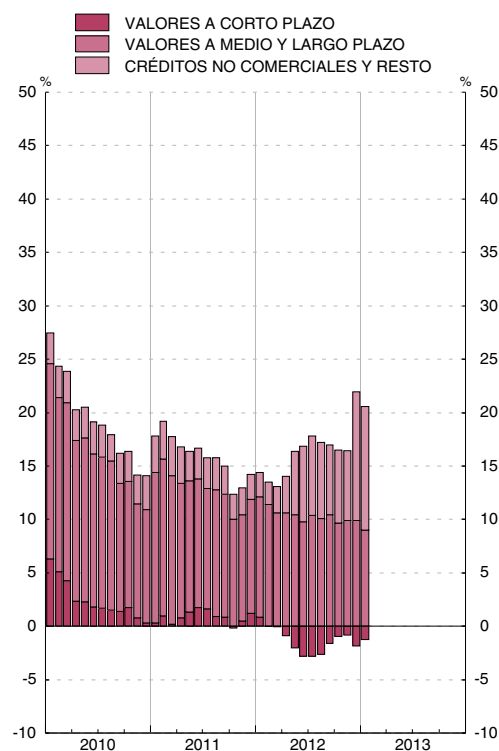
Millones de euros y porcentajes

	Financiación bruta			Valores a corto plazo				Valores a medio y largo plazo				Créditos no comerciales y resto (b)			
	Deuda PDE	Variación mensual de la deuda PDE	T1/12 de col. 1	Saldos	Variación mensual	T1/12 de los saldos	Contribuciones a T1/12 del total deuda PDE	Saldos	Variación mensual	T1/12 de los saldos	Contribuciones a T1/12 del total deuda PDE	Saldos	Variación mensual	T1/12 de los saldos	Contribuciones a T1/12 del total deuda PDE
	1=4+8+12	2=5+9+13	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
09	565 082	128 098	29,3	86 395	33 361	62,9	7,6	385 433	82 935	27,4	19,0	93 255	11 802	14,5	2,7
10	P 644 692	79 609	14,1	88 201	1 806	2,1	0,3	445 175	59 742	15,5	10,6	111 316	18 061	19,4	3,2
11	P 736 468	91 777	14,2	96 153	7 952	9,0	1,2	513 696	68 521	15,4	10,6	126 619	15 303	13,7	2,4
12	A 884 416	147 948	20,1	82 563	-13 590	-14,1	-1,8	586 464	72 768	14,2	9,9	215 390	88 771	70,1	12,1
11 Ago	P 698 608	-274	15,8	90 370	-3 037	6,6	0,9	487 085	4 011	17,2	11,9	121 154	-1 247	17,5	3,0
Sep	P 708 577	9 969	15,0	91 377	1 008	6,1	0,8	493 453	6 368	16,8	11,5	123 747	2 593	15,2	2,7
Oct	P 706 582	-1 995	12,2	90 110	-1 267	-1,0	-0,1	494 460	1 007	14,6	10,0	122 012	-1 735	13,7	2,3
Nov	P 718 181	11 599	12,9	93 376	3 266	3,5	0,5	502 460	8 000	14,4	9,9	122 346	334	14,8	2,5
Dic	P 736 468	18 287	14,2	96 153	2 778	9,0	1,2	513 696	11 236	15,4	10,6	126 619	4 273	13,7	2,4
12 Ene	P 751 019	14 551	14,4	93 550	-2 604	6,4	0,9	529 881	16 185	16,2	11,3	127 589	970	13,3	2,3
Feb	P 763 741	12 722	13,5	89 450	-4 100	0,1	0,0	544 638	14 757	16,3	11,4	129 654	2 065	12,5	2,1
Mar	P 774 926	11 185	13,0	85 483	-3 966	-0,6	-0,1	553 704	9 066	15,1	10,6	135 739	6 085	14,3	2,5
Abr	P 768 640	-6 287	13,2	80 278	-5 205	-6,8	-0,9	548 214	-5 491	15,1	10,6	140 148	4 409	19,8	3,4
May	P 785 487	16 848	14,3	75 655	-4 623	-15,7	-2,1	553 781	5 567	14,9	10,5	156 051	15 903	35,4	5,9
Jun	P 804 615	19 127	14,0	72 386	-3 269	-21,7	-2,8	560 000	6 219	14,1	9,8	172 228	16 177	40,8	7,1
Jul	P 803 930	-685	15,0	73 843	1 456	-20,9	-2,8	555 544	-4 456	15,0	10,4	174 544	2 315	42,6	7,5
Ago	P 800 752	-3 178	14,6	72 057	-1 786	-20,3	-2,6	557 444	1 900	14,4	10,1	171 251	-3 292	41,4	7,2
Sep	P 817 164	16 412	15,3	79 770	7 713	-12,7	-1,6	567 236	9 792	15,0	10,4	170 158	-1 093	37,5	6,5
Oct	A 816 424	-740	15,5	83 303	3 532	-7,6	-1,0	562 763	-4 473	13,8	9,7	170 359	201	39,6	6,8
Nov	A 830 271	13 846	15,6	87 469	4 166	-6,3	-0,8	573 746	10 983	14,2	9,9	169 056	-1 303	38,2	6,5
Dic	A 884 416	54 145	20,1	82 563	-4 906	-14,1	-1,8	586 464	12 718	14,2	9,9	215 390	46 334	70,1	12,1
13 Ene	A 896 309	11 893	19,3	84 253	1 690	-9,9	-1,2	597 621	11 158	12,8	9,0	214 435	-955	68,1	11,6

FINANCIACIÓN BRUTA A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS
Tasas de variación interanual



FINANCIACIÓN BRUTA A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS
Contribuciones a la tasa de variación interanual



FUENTE: BE.

a. Deuda elaborada según la metodología del Protocolo de Déficit Excesivo (PDE). Deuda bruta nominal consolidada.

b. Incluye emisión de moneda y Caja General de Depósitos.

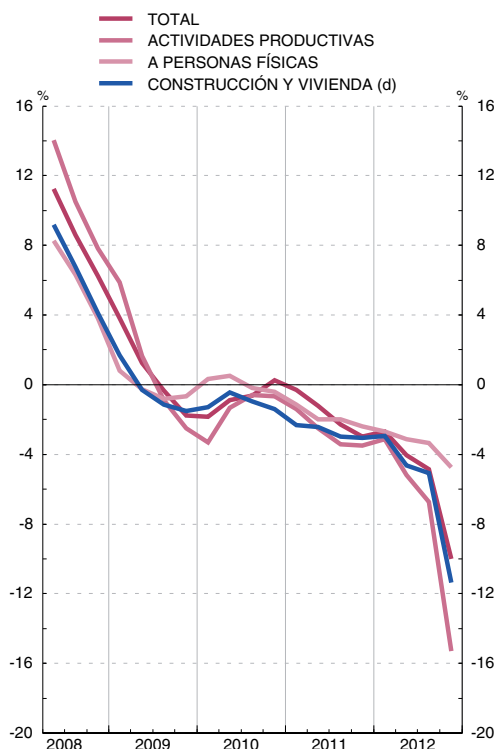
8.9. CRÉDITO DE ENTIDADES DE CRÉDITO A OTROS SECTORES RESIDENTES. DETALLE POR FINALIDADES

■ Serie representada gráficamente.

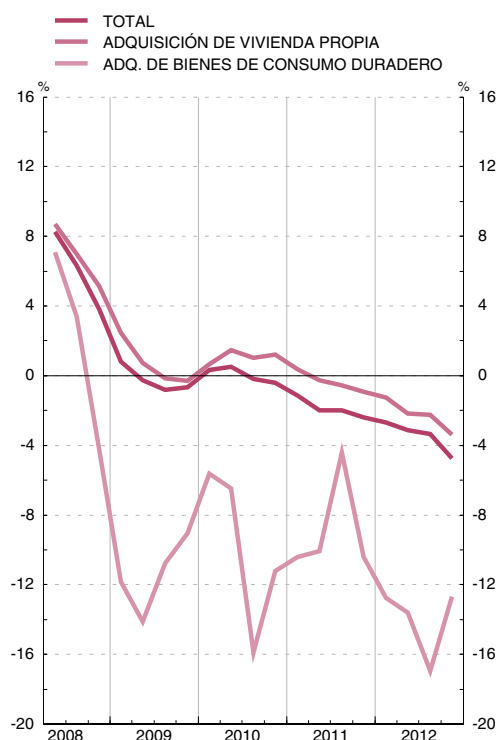
Millones de euros y porcentajes

	Total (a)	Financiación de actividades productivas						Otras financ.a personas físicas por func. de gasto				Finan- ciación a insti- tuciones privadas sin fines de lucro	Sin clasi- ficar	Pro me- moría: construc- ción y vivienda (d)	
		Total	Agricultura, ganade- ría y pesca	Industria (excepto construc- ción)	Construc- ción	Servicios		Total	Adquisición y rehabil. de vivienda propia	Bienes de consumo duradero	Resto (b)				
						Del cual	Total								
															Servicios inmobiliarios
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
09	1 837 038	991 363	23 123	152 199	130 438	685 602	322 984	813 939	654 566	624 755	49 273	110 101	5 523	26 213	1 107 988
10	1 843 952	985 157	23 128	152 376	114 519	695 134	315 782	812 781	662 798	632 449	42 068	107 916	6 096	39 918	1 093 099
11	1 782 555	944 058	21 782	143 246	98 546	680 483	298 323	793 430	656 452	626 550	37 686	99 292	7 000	38 067	1 053 321
08 III IV	1 852 563	1 005 670	26 593	155 481	156 363	667 233	315 443	816 755	651 958	623 101	55 859	108 938	6 063	24 075	1 123 765
	1 869 882	1 016 948	26 244	156 141	151 848	682 716	318 032	819 412	655 145	626 620	54 176	110 092	6 091	27 431	1 125 024
09 I II III IV	1 861 734	1 018 902	24 472	158 905	143 515	692 010	324 222	808 715	651 495	621 811	50 560	106 660	5 125	28 991	1 119 231
	1 861 005	1 007 492	23 732	158 800	134 690	690 271	324 663	815 068	651 564	620 920	49 583	113 922	5 382	33 063	1 110 917
	1 846 010	996 650	23 576	153 070	134 045	685 959	324 439	810 149	652 434	622 122	49 840	107 875	5 457	33 754	1 110 918
	1 837 038	991 363	23 123	152 199	130 438	685 602	322 984	813 939	654 566	624 755	49 273	110 101	5 523	26 213	1 107 988
10 I II III IV	1 827 087	985 197	22 791	149 368	126 464	686 574	322 820	811 242	655 473	625 856	47 716	108 053	5 372	25 276	1 104 758
	1 847 066	994 441	23 366	152 413	124 054	694 607	321 946	821 460	660 436	630 104	44 712	116 312	5 840	25 326	1 106 436
	1 837 278	991 374	23 456	152 031	121 514	694 374	320 090	810 717	659 232	628 696	40 259	111 225	5 743	29 444	1 100 836
	1 843 952	985 157	23 128	152 376	114 519	695 134	315 782	812 781	662 798	632 449	42 068	107 916	6 096	39 918	1 093 099
11 I II III IV	1 824 256	971 962	22 618	145 796	109 582	693 966	312 152	804 029	658 133	628 138	41 073	104 823	5 710	42 554	1 079 867
	1 817 800	963 039	22 435	146 481	105 489	688 634	308 424	805 058	658 999	628 377	40 201	105 858	5 898	43 806	1 072 912
	1 788 847	951 096	22 203	145 503	102 258	681 132	303 506	794 554	655 726	625 101	38 478	100 350	6 557	36 639	1 061 491
	1 782 555	944 058	21 782	143 246	98 546	680 483	298 323	793 430	656 452	626 550	37 686	99 292	7 000	38 067	1 053 321
12 I II III IV	1 768 488	935 176	21 416	139 850	96 193	677 716	295 696	782 441	649 716	620 182	35 835	96 890	6 643	44 228	1 041 606
	1 744 215	912 949	21 085	138 007	91 869	661 988	286 942	779 915	644 201	614 707	34 726	100 988	7 013	44 338	1 023 012
	1 701 789	886 962	20 852	135 138	87 794	643 178	280 245	767 855	639 522	610 943	31 953	96 381	6 910	40 061	1 007 561
	1 603 990	799 571	20 202	131 111	80 365	567 893	220 039	755 913	633 372	605 293	32 904	89 636	7 003	41 503	933 777

CRÉDITO POR FINALIDADES Tasas de variación interanual (c)



CRÉDITO POR FINALIDADES A PERSONAS FÍSICAS Tasas de variación interanual (c)



FUENTE: BE.

a. Series de crédito obtenidas a partir de la información contenida en los estados contables establecidos para la supervisión de las entidades residentes. Véanse las novedades del 'Boletín Estadístico' de octubre de 2001 y los cuadros 4.13, 4.18 y 4.23 del 'Boletín Estadístico' que se difunden en www.bde.es.

b. Recoge los préstamos y créditos a hogares para la adquisición de terrenos y fincas rústicas, la adquisición de valores, la adquisición de bienes y servicios corrientes no considerados de consumo duradero (por ejemplo, préstamos para financiar gastos de viaje) y los destinados a finalidades diversas no incluidos entre los anteriores.

c. Los activos titulizados que han vuelto al balance como consecuencia de la entrada en vigor de la CBE 4/2004, han introducido una ruptura en las series en junio de 2005. Las tasas representadas en el gráfico se han ajustado para eliminar este efecto.

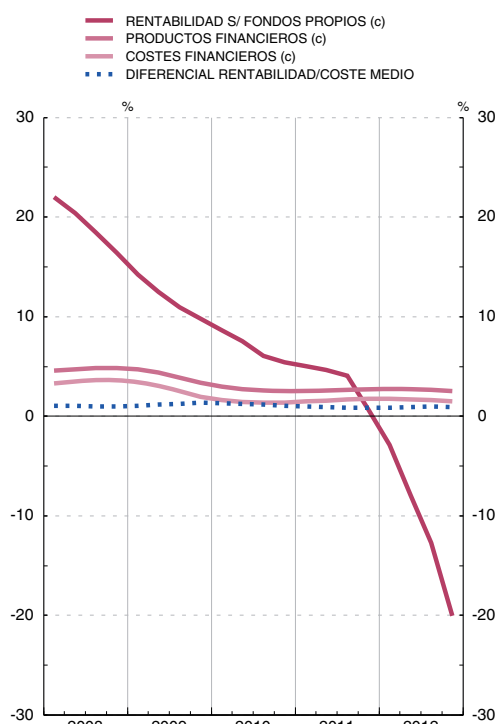
d. Comprende: construcción, actividades inmobiliarias y adquisición y rehabilitación de viviendas.

8.10. CUENTA DE RESULTADOS DE ENTIDADES DE DEPÓSITO RESIDENTES EN ESPAÑA

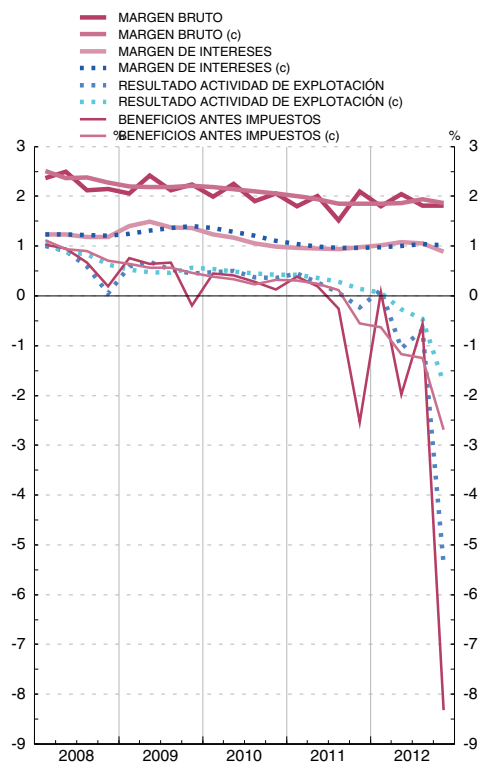
■ Serie representada gráficamente.

	En porcentaje sobre el balance medio ajustado											En porcentaje			
	Productos financieros	Costes	Margen de intereses	Rendimiento instru. cap. y otros pto. y gastos	Margen bruto	Gastos de explotación	Del cual	Otros resultados de explotación	Resultado de la actividad de explotación	Resto de productos y costes	Benefic. antes de impuest. (cont. hasta 1991)	Rentabilidad media de Fondos propios (a)	Rentabilidad media de operac. activas (b)	Coste medio de operaciones pasivas (b)	Diferencia (13-14)
	1	2	3	4	5	6	De personal	8	9	10	11	12	13	14	15
09	2,8	1,4	1,4	0,9	2,2	1,0	0,6	0,8	0,5	0,8	-0,2	8,0	3,6	2,3	1,3
10	2,5	1,6	1,0	1,1	2,1	1,0	0,6	0,7	0,4	0,5	0,1	5,4	2,7	1,6	1,1
11	2,8	1,8	1,0	1,1	2,1	0,9	0,5	1,4	-0,2	2,2	-2,5	-8,5	2,9	2,1	0,9
10 /	2,5	1,3	1,2	0,8	2,0	0,9	0,6	0,6	0,5	0,1	0,4	6,6	3,2	1,9	1,3
//	2,5	1,3	1,2	1,1	2,3	0,9	0,6	0,8	0,5	0,2	0,4	5,7	2,9	1,6	1,3
///	2,5	1,4	1,1	0,9	1,9	0,9	0,6	0,6	0,4	0,2	0,3	4,0	2,7	1,6	1,2
IV	2,5	1,6	1,0	1,1	2,1	1,0	0,6	0,7	0,4	0,5	0,1	5,4	2,7	1,6	1,1
11 /	2,6	1,6	1,0	0,8	1,8	0,9	0,6	0,4	0,4	0,1	0,4	5,2	2,7	1,7	1,0
//	2,7	1,8	1,0	1,1	2,0	1,0	0,6	0,8	0,3	0,1	0,2	4,1	2,8	1,8	0,9
///	2,8	1,8	0,9	0,6	1,5	0,9	0,5	0,5	0,1	0,3	-0,3	1,7	2,8	2,0	0,9
IV	2,8	1,8	1,0	1,1	2,1	0,9	0,5	1,4	-0,2	2,2	-2,5	-8,5	2,9	2,1	0,9
12 /	2,7	1,7	1,0	0,8	1,8	0,9	0,5	0,8	0,1	0,2	0,1	-8,9	3,0	2,1	0,9
//	2,6	1,5	1,1	1,0	2,0	0,9	0,5	2,3	-1,1	0,8	-2,0	-16,1	3,0	2,0	0,9
///	2,4	1,4	1,1	0,8	1,8	0,8	0,5	1,7	-0,7	0,3	-0,6	-17,2	2,9	1,9	1,0
IV	2,3	1,4	0,9	0,9	1,8	0,9	0,5	6,3	-5,4	2,8	-8,3	-37,9	2,7	1,8	0,9

CUENTA DE RESULTADOS
Ratios sobre balance ajustado medio y rentabilidades



CUENTA DE RESULTADOS
Ratios sobre balance ajustado medio



FUENTE: BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, cuadro 4.36.

a. Beneficio antes de impuestos dividido por Fondos propios.

b. Para calcular la rentabilidad y el coste medio, sólo se han considerado los activos y pasivos financieros que originan productos y costes financieros, respectivamente.

c. Media de los cuatro últimos trimestres.

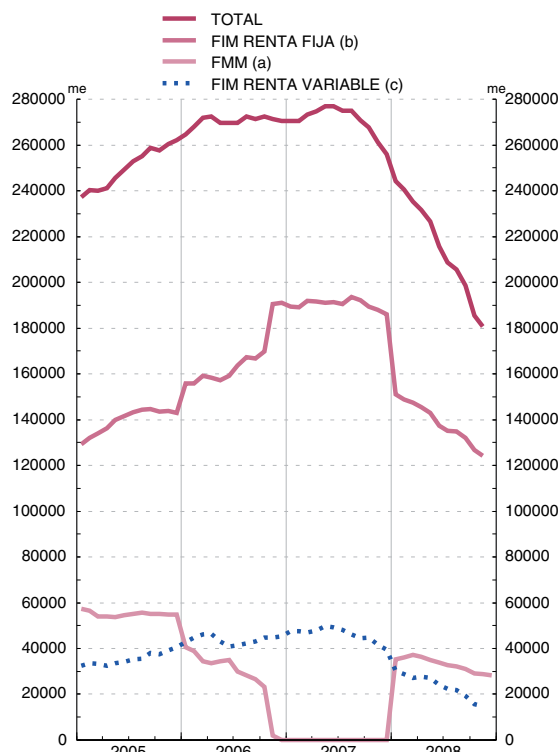
8.11. FONDOS DE INVERSIÓN EN VALORES MOBILIARIOS, RESIDENTES EN ESPAÑA: DETALLE POR VOCACIÓN

■ Serie representada gráficamente.

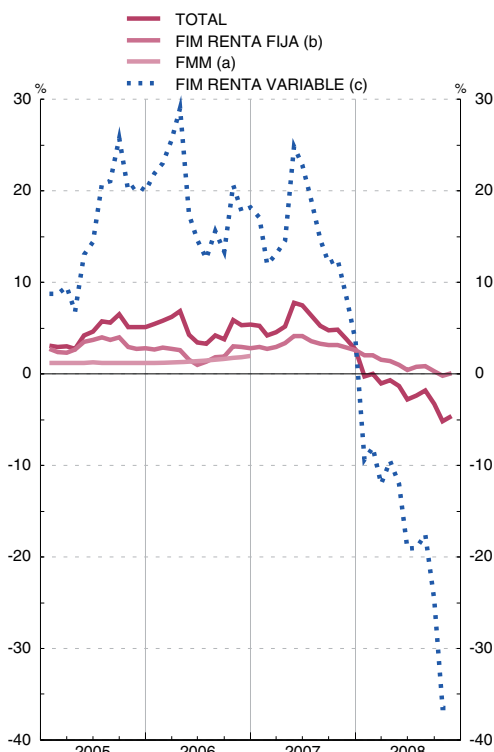
Millones de euros y porcentajes

	Total				FMM (a)				FIM renta fija (b)				FIM renta variable (c)				Otros fondos (d)
	Patrimonio	De la cual		Rentabilidad últimos 12 meses	Patrimonio	De la cual		Rentabilidad últimos 12 meses	Patrimonio	De la cual		Rentabilidad últimos 12 meses	Patrimonio	De la cual		Rentabilidad últimos 12 meses	Patrimonio
		Variación mensual	Suscripción neta			Variación mensual	Suscripción neta			Variación mensual	Suscripción neta			Variación mensual	Suscripción neta		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
05	262 201	1 698	-1	5,1	54 751	-110	-171	1,2	143 047	-611	-1 167	2,8	40 672	1 454	538	20,0	23 730
06	270 407	-1 060	-3 100	5,4	106	-1 953	-1 953	2,0	191 002	466	314	2,8	45 365	480	-723	18,2	33 934
07	256 055	-5 276	-4 537	2,6	-	-	-	...	185 963	-2 094	-1 919	2,6	39 449	-2 171	-1 417	3,6	30 643
07 Ago	275 016	-19	-242	5,3	-	-	-	...	193 565	3 073	2 697	3,3	46 136	-2 060	-1 421	14,7	35 314
Sep	270 736	-4 279	-5 439	4,8	-	-	-	...	192 289	-1 277	-1 624	3,1	44 560	-1 576	-1 877	12,1	33 887
Oct	267 586	-3 151	-6 069	4,8	-	-	-	...	189 387	-2 902	-3 907	3,1	44 816	255	-1 196	12,5	33 383
Nov	261 331	-6 255	-4 310	3,8	-	-	-	...	188 057	-1 330	-1 536	2,9	41 620	-3 196	-1 640	8,3	31 654
Dic	256 055	-5 276	-4 537	2,6	-	-	-	...	185 963	-2 094	-1 919	2,6	39 449	-2 171	-1 417	3,6	30 643
08 Ene	244 286	-11 769	-6 863	-0,3	35 111	35 111	1 027	...	151 093	-34 870	531	2,0	30 184	-9 265	-5 341	-9,4	27 898
Feb	240 462	-3 824	-4 123	0,0	36 169	1 058	-10	...	148 946	-2 147	-1 376	2,0	28 813	-1 371	-1 319	-8,0	26 534
Mar	235 174	-5 288	-3 933	-1,1	37 340	1 171	-369	...	147 530	-1 415	-1 658	1,5	27 214	-1 599	-906	-12,0	23 090
Abr	231 723	-3 451	-5 458	-0,7	36 428	-912	-909	...	145 511	-2 019	-2 512	1,4	27 622	409	-839	-9,5	22 161
May	226 535	-5 187	-5 542	-1,3	35 029	-1 400	-1 590	...	142 921	-2 590	-2 562	1,0	27 159	-464	-627	-12,0	21 427
Jun	215 574	-10 961	-7 355	-2,8	33 849	-1 180	-1 569	...	137 444	-5 476	-3 950	0,4	24 008	-3 150	-753	-19,1	20 273
Jul	208 593	-6 982	-7 186	-2,4	32 589	-1 260	-1 628	...	135 012	-2 433	-2 798	0,7	22 309	-1 699	-1 354	-19,0	18 683
Ago	205 707	-2 886	-7 138	-1,8	32 125	-464	-549	...	134 723	-289	-711	0,8	21 922	-388	-5 444	-17,6	16 938
Sep	198 665	-7 042	-5 892	-3,3	30 927	-1 198	-1 176	...	131 932	-2 791	-2 863	0,3	19 242	-2 680	-972	-24,7	16 564
Oct	185 428	-13 237	-11 680	-5,2	29 165	-1 762	-1 796	...	126 590	-5 342	-7 323	-0,2	15 756	-3 486	-959	-36,5	13 917
Nov	180 835	-4 593	-4 363	-4,6	28 810	-355	-427	...	124 111	-2 479	-2 854	0,1	14 708	-1 048	-496	-36,5	13 207

PATRIMONIO



RENTABILIDAD ÚLTIMOS DOCE MESES



FUENTES: CNMV e Inverco.

a. Hasta diciembre de 2007 se refiere a FIAMM y desde enero de 2008 a la nueva categoría FMM

b. Incluye FIM renta fija a corto y largo en euros e internacional, renta fija mixta en euros e internacional y fondos garantizados.

c. Incluye FIM renta variable y variable mixta en euros, nacional e internacional.

d. Fondos globales.

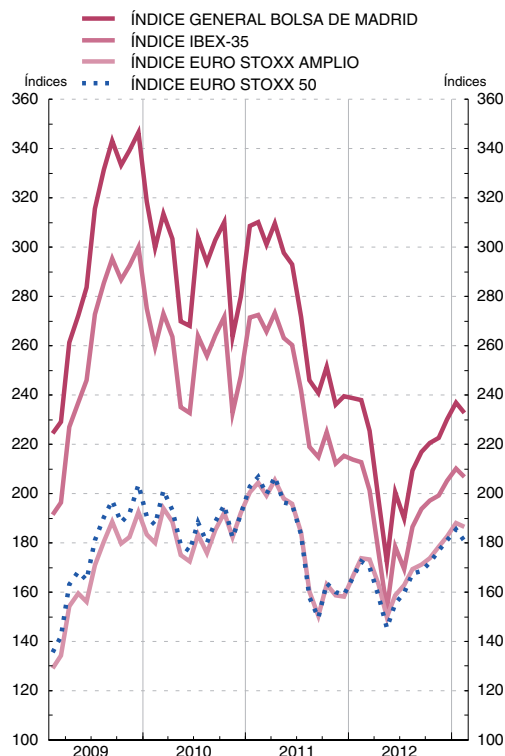
8.12. ÍNDICES DE COTIZACIÓN DE ACCIONES Y CONTRATACIÓN DE MERCADOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

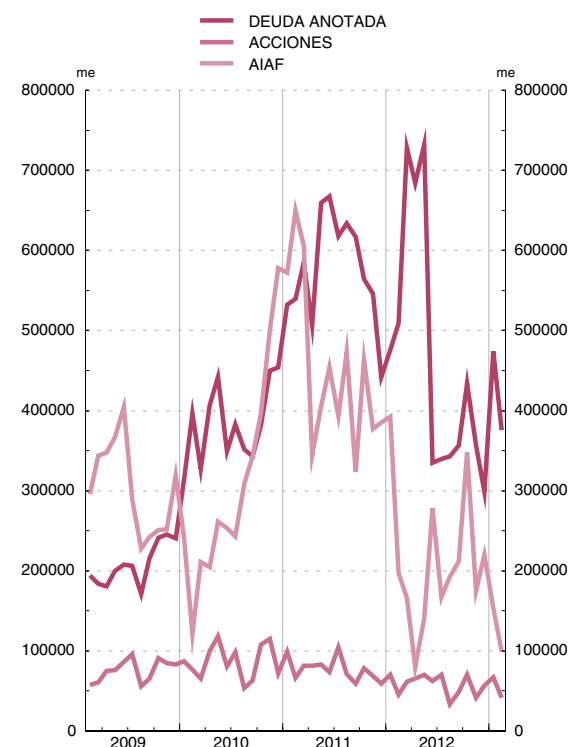
Índices, millones de euros y miles de contratos

	Índices de cotización de acciones				Contratación de mercados (importes en millones de euros)							
	General de la Bolsa de Madrid	IBEX-35	Índice europeo Dow Jones EURO STOXX		Mercado bursátil		Deuda pública anotada	AIAF renta fija	Opciones (Miles de contratos)		Futuros (Miles de contratos)	
			Amplio	50	Acciones	Renta fija			Renta fija	Renta variable	Renta fija	Renta variable
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
11	986,15	9 727,31	258,92	2 646,26	926 265	70 978	6 911 206	5 448 502	-	29 630	-	5 591
12	764,56	7 579,94	240,67	2 419,01	696 262	60 247	5 592 323	2 568 756	-	34 928	-	4 988
13	841,58	8 299,66	267,52	2 670,03	108 794	7 003	849 287	252 849	-	4 102	-	806
11 Nov	845,97	8 449,50	226,68	2 330,43	68 702	13 191	545 551	377 003	...	2 949	...	367
Dic	857,65	8 566,30	225,78	2 316,55	59 425	4 652	441 925	385 388	...	4 211	...	283
12 Ene	855,17	8 509,20	237,81	2 416,66	70 057	4 595	475 268	392 335	...	2 990	...	304
Feb	852,45	8 465,90	248,09	2 512,11	45 692	5 239	509 249	197 260	...	1 977	...	327
Mar	807,46	8 008,00	247,21	2 477,28	61 373	5 458	727 917	166 605	...	4 527	...	441
Abr	707,48	7 011,00	233,02	2 306,43	65 798	5 699	683 752	79 682	...	1 710	...	587
May	617,23	6 089,80	213,87	2 118,94	70 119	6 897	732 309	140 899	...	2 419	...	626
Jun	718,49	7 102,20	226,42	2 264,72	62 049	3 875	335 123	277 867	...	4 246	...	566
Jul	680,53	6 738,10	232,34	2 325,72	70 446	5 057	339 550	167 029	...	2 140	...	515
Ago	749,84	7 420,50	241,70	2 440,71	33 630	3 945	342 962	192 740	...	2 044	...	374
Sep	777,05	7 708,50	244,21	2 454,26	48 788	6 081	356 661	212 006	...	4 937	...	357
Oct	790,12	7 842,90	248,10	2 503,64	69 931	4 267	433 914	347 799	...	1 819	...	338
Nov	798,04	7 934,60	254,83	2 575,25	41 854	6 008	356 491	174 889	...	1 899	...	289
Dic	824,70	8 167,50	260,84	2 635,93	56 525	3 124	299 126	219 645	...	4 220	...	264
13 Ene	848,79	8 362,30	268,57	2 702,98	67 086	2 883	473 866	153 501	...	2 129	...	329
Feb	833,59	8 230,30	266,35	2 633,55	41 708	4 120	375 421	99 348	...	1 973	...	477

ÍNDICE DE COTIZACIÓN DE ACCIONES
Base enero de 1994 = 100



CONTRATACIÓN DE MERCADOS



FUENTES: Bolsas de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia (columnas 1, 2, 5 y 6); Reuters (columnas 3 y 4); AIAF (columna 8) y Mercado español de futuros financieros (MEFFSA) (columnas 9 a 12)

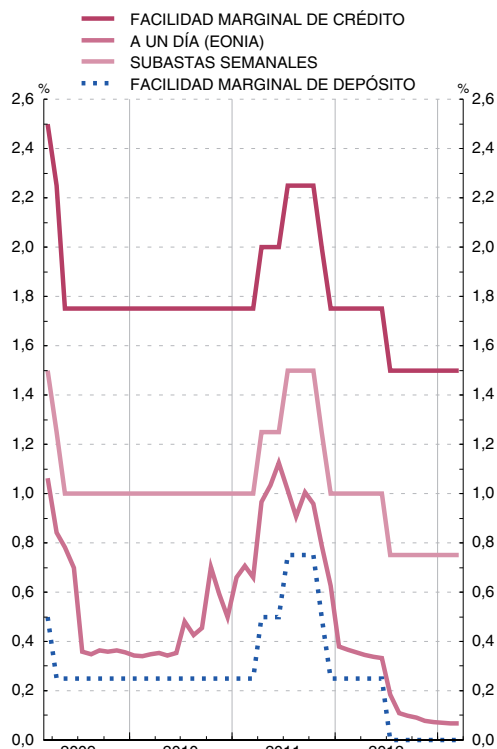
9.1. TIPOS DE INTERÉS. EUROSISTEMA Y MERCADO DE DINERO. ZONA DEL EURO Y SEGMENTO ESPAÑOL

■ Serie representada gráficamente.

Medias de datos diarios. Porcentajes

	Eurosistema: operaciones de regulación monetaria				Mercado interbancario														
	Operaciones principales de financiación: subastas semanales	Operaciones de financiación a largo plazo: subastas mensuales	Facilidades permanentes		Zona del euro: depósitos (euríbor) (a)					España									
			De crédito	De depósito	Día a día (EONIA)	A un mes	A tres meses	A seis meses	A un año	Depósitos no transferibles					Operaciones temporales con deuda pública				
										Día a día	A un mes	A tres meses	A seis meses	A un año	Día a día	A un mes	A tres meses	A un año	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	
11	■	1,00	1,00	1,75	0,25	0,871	1,18	1,39	1,64	2,01	1,02	1,33	1,34	1,57	2,64	0,88	1,17	1,39	2,04
12	A	0,75	0,75	1,50	-	0,229	0,33	0,57	0,83	1,11	0,27	0,76	1,06	-	1,72	0,18	0,41	0,56	1,00
13		0,75	0,75	1,50	-	0,068	0,12	0,21	0,34	0,57	0,15	0,47	-	-	-	0,05	0,27	0,38	-
11 Dic		1,00	1,00	1,75	0,25	0,627	1,14	1,43	1,67	2,00	0,81	1,38	-	-	-	0,64	1,08	1,77	-
12 Ene		1,00	1,00	1,75	0,25	0,380	0,84	1,22	1,51	1,84	0,34	1,14	1,16	-	-	0,24	0,37	0,50	-
Feb		1,00	1,00	1,75	0,25	0,366	0,63	1,05	1,35	1,68	0,35	0,84	1,07	-	1,72	0,27	0,28	0,53	-
Mar		1,00	1,00	1,75	0,25	0,357	0,47	0,86	1,16	1,50	0,31	0,50	0,94	-	-	0,17	0,16	0,60	-
Abr		1,00	1,00	1,75	0,25	0,345	0,41	0,74	1,04	1,37	0,31	0,48	-	-	-	0,20	0,21	0,45	-
May		1,00	1,00	1,75	0,25	0,337	0,39	0,68	0,97	1,27	0,34	0,54	-	-	-	0,25	0,32	0,61	-
Jun		1,00	1,00	1,75	0,25	0,332	0,38	0,66	0,94	1,22	0,41	0,83	-	-	-	0,32	0,77	0,93	-
Jul		0,75	0,75	1,50	-	0,184	0,22	0,50	0,78	1,06	0,24	0,51	-	-	-	0,20	0,45	0,15	1,00
Ago		0,75	0,75	1,50	-	0,110	0,13	0,33	0,61	0,88	0,21	0,59	-	-	-	0,15	0,45	-	-
Sep		0,75	0,75	1,50	-	0,099	0,12	0,25	0,48	0,74	0,21	2,22	-	-	-	0,10	0,43	0,46	-
Oct		0,75	0,75	1,50	-	0,091	0,11	0,21	0,41	0,65	0,20	0,60	-	-	-	0,15	0,51	0,67	-
Nov		0,75	0,75	1,50	-	0,079	0,11	0,19	0,36	0,59	0,14	0,65	-	-	-	0,06	0,53	0,64	-
Dic		0,75	0,75	1,50	-	0,073	0,11	0,19	0,32	0,55	0,18	0,20	-	-	-	0,09	0,46	0,58	-
13 Ene		0,75	0,75	1,50	-	0,069	0,11	0,20	0,34	0,58	0,13	0,45	-	-	-	0,03	0,25	0,30	-
Feb		0,75	0,75	1,50	-	0,068	0,12	0,22	0,36	0,59	0,11	0,59	-	-	-	0,04	0,27	0,42	-
Mar		0,75	0,75	1,50	-	0,067	0,12	0,21	0,33	0,55	0,20	0,39	-	-	-	0,07	0,29	0,42	-

EUROSISTEMA: OPERACIONES DE REGULACIÓN MONETARIA E INTERBANCARIO DÍA A DÍA DE LA ZONA DEL EURO



MERCADO INTERBANCARIO: ZONA DEL EURO A TRES MESES Y A UN AÑO



FUENTE: BCE (columnas 1 a 8).

a. Hasta diciembre de 1998, se han calculado ponderando los tipos de interés nacionales por el PIB.

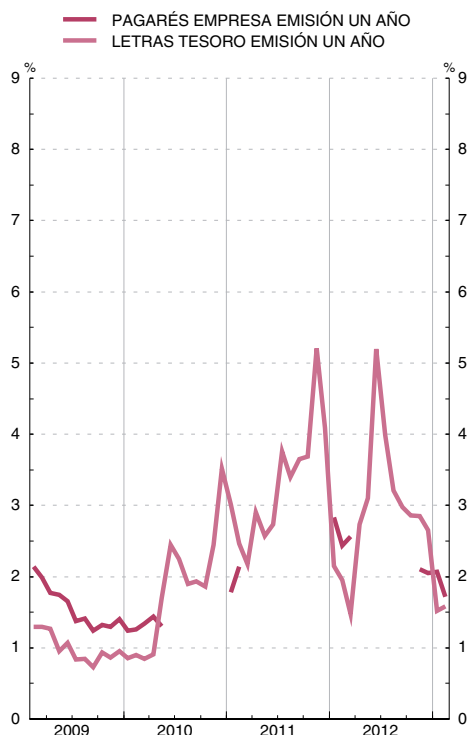
9.2. TIPOS DE INTERÉS. MERCADOS DE VALORES ESPAÑOLES A CORTO Y A LARGO PLAZO

■ Serie representada gráficamente.

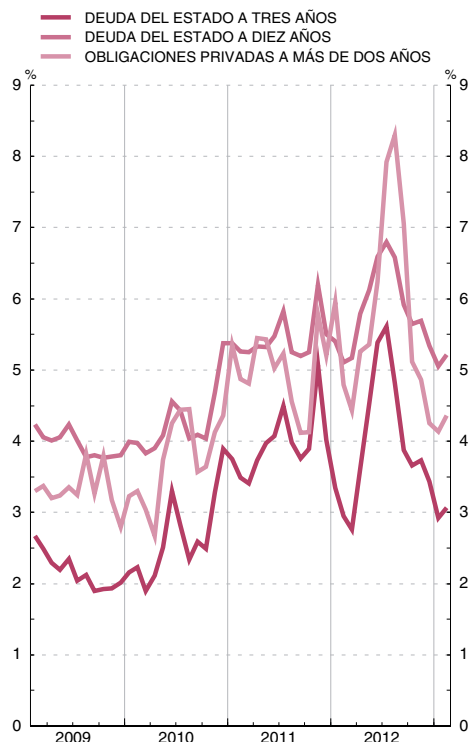
Porcentajes

	Valores a corto plazo				Valores a largo plazo								
	Letras del Tesoro a un año		Pagarés de empresa a un año		Deuda del Estado							Obligaciones privadas negociadas en AIAF. Vencimiento a más de dos años	
	Emisión: tipo marginal	Mercado secundario. Operaciones simples al contado entre titulares de cuenta	Emisión	Mercado secundario. Operaciones simples al contado	Emisión: tipo marginal					Mercado secundario. Deuda anotada. Operaciones simples al contado entre titulares de cuenta			
					A tres años	A cinco años	A diez años	A quince años	A treinta años	A tres años	A diez años		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
11		3,31	3,04	1,95	3,11	4,11	4,64	5,55	5,99	5,96	3,97	5,44	5,00
12		2,93	2,67	2,40	3,24	3,93	4,79	5,72	-	6,14	3,98	5,85	5,80
13	A	1,55	1,45	1,90	3,37	2,68	4,04	5,32	5,69	5,71	2,99	5,13	4,24
11 Nov		5,20	4,75	-	3,53	4,36	4,89	7,09	-	-	5,07	6,19	5,78
Dic		4,09	3,45	-	3,66	5,20	5,56	5,57	-	-	4,02	5,50	5,21
12 Ene		2,15	2,04	2,83	3,65	3,58	3,95	5,47	-	-	3,34	5,40	5,95
Feb		1,95	1,63	2,44	3,42	3,13	3,70	4,90	-	-	2,95	5,11	4,79
Mar		1,47	1,43	2,56	3,23	2,52	4,24	-	-	-	2,76	5,17	4,43
Abr		2,74	2,42	-	3,08	3,52	4,37	5,78	-	-	3,62	5,79	5,26
May		3,10	3,27	-	3,05	5,13	4,98	-	-	-	4,52	6,13	5,36
Jun		5,20	4,18	-	3,18	5,51	6,20	6,12	-	-	5,39	6,59	6,24
Jul		3,99	4,05	-	2,52	5,30	6,54	6,80	-	-	5,61	6,79	7,92
Ago		3,21	3,09	2,44	2,74	4,85	6,06	6,71	-	-	4,82	6,58	8,30
Sep		2,98	2,63	-	2,92	3,55	4,58	5,70	-	-	3,88	5,92	7,06
Oct		2,86	2,54	-	3,76	3,27	4,00	5,47	-	-	3,66	5,65	5,12
Nov		2,85	2,42	2,10	3,72	3,66	4,79	5,56	-	6,37	3,73	5,69	4,86
Dic		2,65	2,26	2,05	3,63	3,16	4,08	4,67	-	5,93	3,44	5,34	4,25
13 Ene		1,52	1,43	2,07	3,37	2,77	3,81	5,40	5,57	5,71	2,92	5,05	4,14
Feb		1,58	1,47	1,72	3,36	2,57	4,29	5,22	5,82	-	3,07	5,22	4,36

MERCADO PRIMARIO



MERCADO SECUNDARIO



FUENTES: Principales emisores (columna 3); AIAF (columnas 4 y 12).

9.3. TIPOS DE INTERÉS DE NUEVAS OPERACIONES. ENTIDADES DE CRÉDITO. (CBE 4/2002) NEDD/SDDS (a)

■ Serie representada gráficamente.

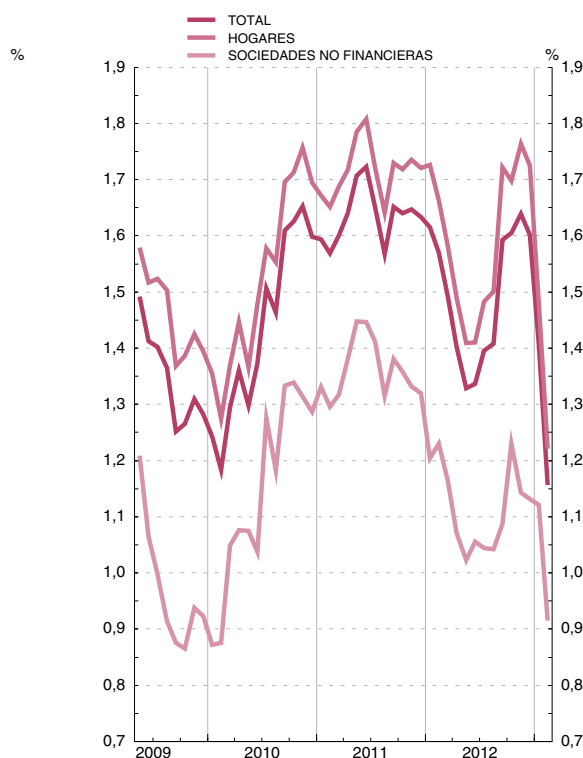
Porcentajes

	Préstamos y créditos (TAE) (b)							Depósitos (TEDR) (b)									
	Tipo sinté- tico (d)	Hogares e ISFLSH			Sociedades no financieras			Tipo sinté- tico (d)	Hogares e ISFLSH				Sociedades no financieras				
		Tipo sinté- tico	Vi- vienda	Consumo y otros fines (e)	Tipo sinté- tico	Hasta 1 millón de euros	Más 1 millón euros (c)		Tipo sinté- tico	A la vista y prea- viso	Depósi- tos a plazo	Cesio- nes tempo- rales	Tipo sinté- tico	A la vista	Depósi- tos a plazo	Cesio- nes tempo- rales	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
11		4,27	4,51	3,66	7,29	4,02	5,39	3,51	1,63	1,72	0,28	2,79	0,86	1,32	0,61	2,13	1,00
12		3,76	3,86	2,93	6,98	3,66	5,35	2,98	1,60	1,72	0,21	2,83	1,39	1,13	0,37	2,08	1,32
13	A	4,08	4,22	3,26	7,49	3,91	5,65	3,10	1,16	1,22	0,21	1,94	0,38	0,91	0,34	1,63	0,38
11 Jul		4,19	4,42	3,58	7,10	3,96	5,23	3,29	1,65	1,72	0,30	2,75	1,23	1,41	0,64	2,27	1,13
Ago		4,26	4,55	3,68	7,38	3,96	5,18	3,36	1,57	1,64	0,33	2,57	1,12	1,32	0,65	2,04	0,98
Sep		4,23	4,54	3,67	7,34	3,93	5,19	3,27	1,65	1,73	0,30	2,74	1,14	1,38	0,63	2,20	1,10
Oct		4,33	4,62	3,75	7,47	4,05	5,34	3,31	1,64	1,72	0,30	2,72	1,22	1,36	0,66	2,10	1,20
Nov		4,23	4,56	3,72	7,22	3,91	5,36	3,16	1,65	1,73	0,29	2,77	1,16	1,33	0,63	2,13	1,19
Dic		4,27	4,51	3,66	7,29	4,02	5,39	3,51	1,63	1,72	0,28	2,79	0,86	1,32	0,61	2,13	1,00
12 Ene		4,20	4,75	3,80	7,86	3,65	5,52	2,96	1,61	1,73	0,27	2,78	0,51	1,20	0,60	1,91	0,49
Feb		4,30	4,72	3,82	7,70	3,88	5,42	3,14	1,57	1,66	0,26	2,66	0,49	1,23	0,60	1,94	0,50
Mar		4,17	4,59	3,74	7,41	3,75	5,49	2,96	1,49	1,58	0,28	2,53	0,39	1,16	0,56	1,88	0,51
Abr		4,25	4,43	3,53	7,48	4,06	5,82	3,21	1,40	1,49	0,27	2,37	0,58	1,07	0,54	1,68	0,60
May		4,27	4,39	3,47	7,46	4,15	5,56	3,60	1,33	1,41	0,26	2,26	0,64	1,02	0,51	1,69	0,48
Jun		4,08	4,26	3,40	7,04	3,91	5,58	3,36	1,34	1,41	0,26	2,31	0,77	1,06	0,52	1,79	0,64
Jul		4,03	4,26	3,34	7,32	3,80	5,70	2,98	1,40	1,48	0,24	2,44	0,72	1,04	0,49	1,77	0,58
Ago		4,01	4,33	3,31	7,76	3,68	5,81	2,74	1,41	1,50	0,25	2,47	0,75	1,04	0,46	1,81	0,48
Sep		3,87	4,17	3,18	7,50	3,56	5,51	2,57	1,59	1,72	0,26	2,84	1,14	1,09	0,44	1,93	0,95
Oct		3,89	4,14	3,18	7,34	3,64	5,61	2,71	1,61	1,70	0,25	2,77	1,11	1,23	0,43	2,26	0,72
Nov		3,83	3,99	3,06	7,00	3,67	5,58	2,73	1,64	1,76	0,22	2,91	1,29	1,14	0,40	2,11	0,51
Dic		3,76	3,86	2,93	6,98	3,66	5,35	2,98	1,60	1,72	0,21	2,83	1,39	1,13	0,37	2,08	1,32
13 Ene		4,00	4,15	3,16	7,48	3,83	5,67	2,93	1,41	1,48	0,23	2,37	0,63	1,12	0,43	1,95	0,89
Feb	P	4,08	4,22	3,26	7,49	3,91	5,65	3,10	1,16	1,22	0,21	1,94	0,38	0,91	0,34	1,63	0,38

PRÉSTAMOS Y CRÉDITOS TIPOS SINTÉTICOS



DEPÓSITOS TIPOS SINTÉTICOS



FUENTE: BE.

a. Cuadro incluido entre los requerimientos del FMI en el contexto de las Normas Especiales de Distribución de Datos (NEDD)

b. TAE: Tasa anual equivalente. TEDR: Tipo efectivo definición restringida, que equivale a TAE sin incluir comisiones.

c. Calculada sumando a la tasa TEDR, que no incluye comisiones y otros gastos, una media móvil de los mismos.

d. Los tipos sintéticos de los préstamos y de los depósitos se obtienen como la media de los tipos de interés de las nuevas operaciones ponderados por los saldos en euros recogidos en balance para todos los instrumentos de cada uno de los sectores.

e. Hasta mayo de 2010, inclusive, esta columna incluye el crédito concedido a través de tarjetas de crédito (véase nota de novedades del Boletín Estadístico julio-agosto 2010).

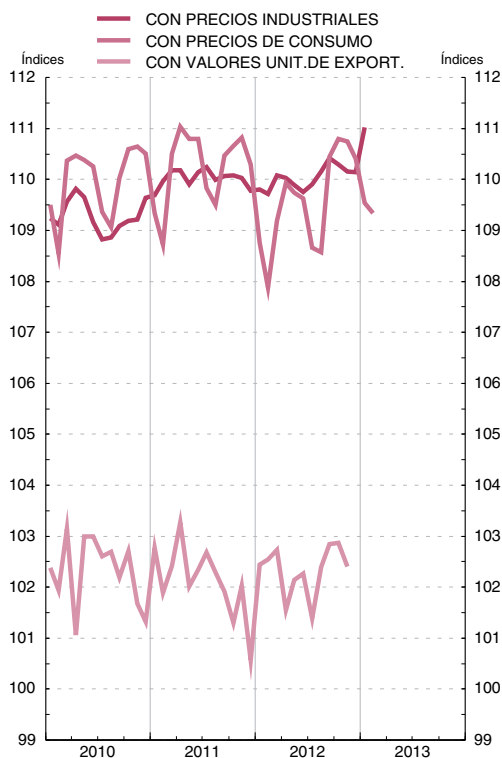
9.4. ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LA UE 27 Y A LA ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

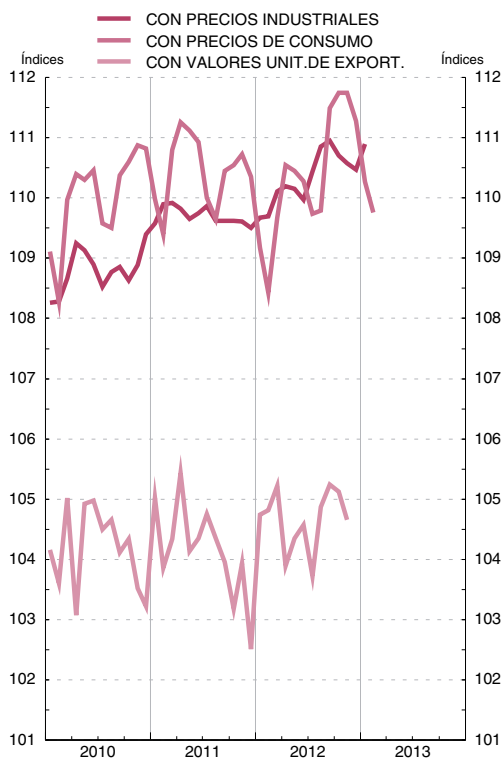
Base 1999 I = 100

	Frente a la Unión Europea (UE 27)									Frente a la zona del euro (a)				
	Total (a)				Componente nominal (b)	Componente precios (c)				Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios totales (d)	Con costes laborales unitarios de manufacturas (d)	Con valores unitarios de las exportaciones
	Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios totales (d)	Con valores unitarios de las exportaciones		Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios totales (d)	Con valores unitarios de las exportaciones					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
10	109,3	110,0	109,6	102,3	101,9	107,3	108,0	107,6	100,5	108,8	110,0	110,3	111,6	104,2
11	110,0	110,2	106,8	102,1	101,9	108,0	108,2	104,9	100,2	109,7	110,4	107,5	109,5	104,1
12	110,0	109,6	100,8	...	101,4	108,5	108,0	99,4	...	110,3	110,4	102,1	109,3	...
11 I	109,9	109,6	107,6	102,4	101,6	108,2	107,9	105,9	100,8	109,8	110,1	108,6	106,1	104,4
II	110,1	110,9	107,7	102,5	101,8	108,1	108,9	105,7	100,7	109,7	111,1	108,3	108,7	104,6
III	110,1	109,9	106,5	102,3	102,0	107,9	107,8	104,4	100,3	109,7	110,0	107,1	110,9	104,4
IV	110,0	110,6	105,7	101,3	102,1	107,7	108,3	103,5	99,2	109,6	110,5	106,1	112,3	103,2
12 I	109,9	108,6	104,1	102,6	101,7	108,0	106,8	102,3	100,8	109,8	109,1	105,2	108,4	104,9
II	109,9	109,8	102,0	102,0	101,5	108,2	108,1	100,4	100,5	110,1	110,4	103,2	109,0	104,3
III	110,2	109,2	100,4	102,2	101,1	108,9	108,0	99,3	101,1	110,7	110,3	102,0	109,5	104,6
IV	110,2	110,6	96,8	...	101,3	108,8	109,2	95,5	...	110,6	111,6	98,1	110,5	...
12 Jun	109,8	109,6	102,0	102,3	101,5	108,1	108,0	100,4	100,7	110,0	110,3	103,2	109,0	104,6
Jul	109,9	108,7	...	101,4	101,2	108,6	107,4	...	100,2	110,4	109,7	...	...	103,7
Ago	110,2	108,6	...	102,4	101,0	109,1	107,5	...	101,4	110,9	109,8	...	...	104,9
Sep	110,4	110,4	100,4	102,8	101,2	109,1	109,2	99,3	101,6	110,9	111,5	102,0	109,5	105,2
Oct	110,3	110,8	...	102,9	101,3	108,9	109,4	...	101,6	110,7	111,8	...	...	105,1
Nov	110,2	110,7	...	102,4	101,3	108,7	109,3	...	101,1	110,6	111,7	...	...	104,7
Dic	110,1	110,4	96,8	...	101,4	108,6	108,9	95,5	...	110,5	111,3	98,1	110,5	...
13 Ene	111,0	109,5	...	...	101,6	109,2	107,8	...	...	110,9	110,3	...	...	...
Feb	...	109,3	...	...	101,9	...	107,3	...	...	...	109,8	...	...	...
Mar	...	...	...	...	101,9	...	...	...	...	...	...	...	...	...

ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD FRENTE A LA UNIÓN EUROPEA (UE 27)



ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD FRENTE A LA ZONA DEL EURO



FUENTE: BE.

a. Resultado de multiplicar el componente nominal y el componente precios. Su caída refleja mejoras de la competitividad.

b. Media geométrica calculada con el sistema de doble ponderación a partir de las cifras del comercio exterior de manufacturas correspondientes a los períodos (1995-1997), (1998-2000), (2001-2003) y (2004-2006).

c. Relación entre el índice de precios o costes de España y el de la agrupación.

d. Series trimestrales. En la definición de los índices, para España se usan las series de Coste Laboral Unitario (totales y manufacturas) obtenidas a partir de la información de la Contabilidad Nacional Trimestral de España. Base 2008. Fuente INE.

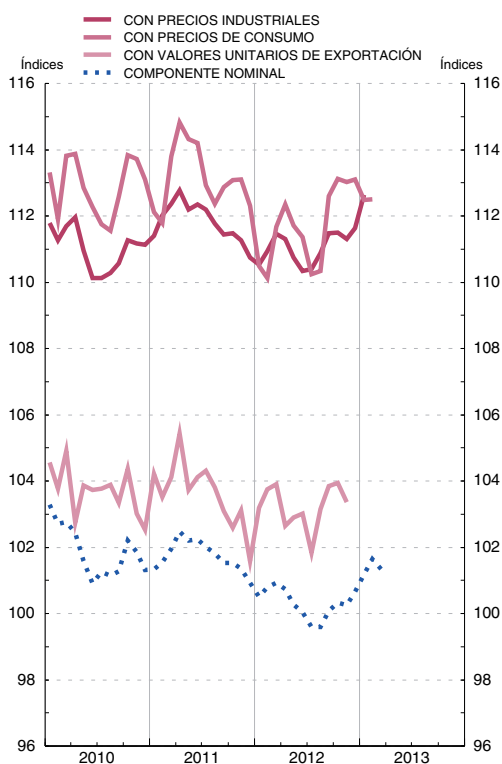
9.5. ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LOS PAÍSES DESARROLLADOS Y A LOS PAÍSES INDUSTRIALIZADOS

■ Serie representada gráficamente.

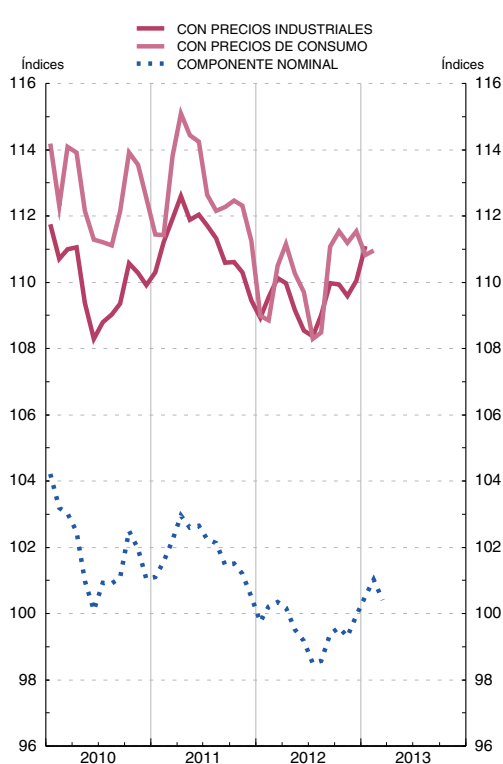
Base 1999 I = 100

	Frente a los países desarrollados									Frente a los países industrializados				
	Total (a)				Componente nominal (b)	Componente precios (c)				Total (a)		Componente nominal (b)	Componente precios (c)	
	Con precios industriales	Con precios consumo	Con costes laborales unitarios de manufacturas(d)	Con valores unitarios de las exportaciones		Con precios industriales	Con precios consumo	Con costes laborales unitarios de manufacturas(d)	Con valores unitarios de las exportaciones	Con precios industriales	Con precios consumo		Con precios industriales	Con precios consumo
	1	2	3	4		6	7	8	9	10	11		13	14
	■	■	■	■	■					■	■	■		
10	111,0	112,9	116,4	103,7	101,9	109,0	110,8	114,2	101,8	110,0	112,7	101,9	108,0	110,6
11	111,8	113,1	113,4	103,6	101,7	109,9	111,2	111,4	101,9	111,2	112,8	101,8	109,1	110,8
12	111,0	111,7	111,7	...	100,3	110,7	111,3	111,4	...	109,4	110,1	99,5	109,9	110,6
11 I	111,9	112,6	109,7	104,0	101,6	110,1	110,8	108,0	102,3	111,1	112,3	101,6	109,4	110,5
II	112,4	114,4	113,1	104,4	102,3	109,9	111,9	110,6	102,1	112,2	114,6	102,7	109,2	111,5
III	111,8	112,7	114,8	103,7	101,8	109,8	110,7	112,7	101,9	111,2	112,4	102,0	109,1	110,2
IV	111,2	112,8	115,8	102,4	101,3	109,8	111,4	114,3	101,1	110,1	112,0	101,1	109,0	110,8
12 I	111,0	110,8	111,2	103,6	100,7	110,2	110,0	110,4	102,9	109,5	109,5	100,1	109,4	109,3
II	110,8	111,8	111,5	102,9	100,3	110,4	111,4	111,1	102,5	109,2	110,4	99,6	109,6	110,8
III	110,9	111,0	111,2	102,9	99,8	111,2	111,3	111,5	103,2	109,1	109,3	98,8	110,4	110,6
IV	111,5	113,1	113,0	...	100,4	111,0	112,6	112,6	...	109,9	111,4	99,6	110,3	111,9
12 Jun	110,3	111,4	111,5	103,0	100,0	110,3	111,3	111,1	103,0	108,5	109,7	99,2	109,4	110,6
Jul	110,4	110,2	...	101,8	99,6	110,9	110,7	...	102,3	108,4	108,3	98,5	110,0	109,9
Ago	110,9	110,3	...	103,2	99,6	111,3	110,8	...	103,6	109,0	108,5	98,6	110,6	110,1
Sep	111,5	112,6	111,2	103,9	100,1	111,4	112,5	111,5	103,8	110,0	111,1	99,4	110,7	111,8
Oct	111,5	113,1	...	103,9	100,3	111,1	112,8	...	103,6	109,9	111,5	99,6	110,4	112,0
Nov	111,3	113,0	...	103,4	100,2	111,0	112,7	...	103,1	109,6	111,2	99,3	110,3	112,0
Dic	111,6	113,1	113,0	...	100,7	110,9	112,4	112,6	...	110,1	111,5	99,9	110,1	111,6
13 Ene	112,6	112,5	...	...	101,2	111,3	111,2	...	...	111,1	110,8	100,5	110,5	110,3
Feb	...	112,5	...	...	101,6	...	110,7	...	...	...	111,0	101,0	...	109,8
Mar	...	...	...	...	101,3	...	...	...	...	...	...	100,4	...	...

ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LOS PAÍSES DESARROLLADOS



ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LOS PAÍSES INDUSTRIALIZADOS



FUENTE: BE.

a. Resultado de multiplicar el componente nominal y el componente precios. Su caída refleja mejoras de la competitividad.

b. Media geométrica calculada con el sistema de doble ponderación a partir de las cifras del comercio exterior de manufacturas correspondientes a los períodos (1995-1997), (1998-2000), (2001-2003) y (2004-2006).

c. Relación entre el índice de precios o costes de España y el de la agrupación.

d. Series trimestrales. En la definición de los índices, para España se usan las series de Coste Laboral Unitario (totales y manufacturas) obtenidas a partir de la información de la Contabilidad Nacional Trimestral de España. Base 2008. Fuente INE.

PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

El Banco de España publica distintos tipos de documentos que proporcionan información sobre su actividad (informes económicos, información estadística, trabajos de investigación, etc.). La lista completa de las publicaciones del Banco de España se encuentra en su sitio web, en http://www.bde.es/webbde/Secciones/Publicaciones/Relacionados/Fic/cat_publ.pdf.

La relación de los artículos publicados en el *Boletín Económico* desde 1979 puede consultarse en http://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/Fic/indice_general.pdf.

La mayor parte de estos documentos está disponible en formato pdf y se puede descargar gratuitamente en el sitio web del Banco de España, en <http://www.bde.es/webbde/es/secciones/informes/>. El resto puede solicitarse a publicaciones@bde.es.

Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro, siempre que se cite la fuente.

© Banco de España, Madrid, 2013
ISSN: 1579 - 8623 (edición electrónica)

SIGLAS, ABREVIATURAS Y SIGNOS UTILIZADOS

AAPP	Administraciones Públicas
AIAF	Asociación de Intermediarios de Activos Financieros
BCE	Banco Central Europeo
BCN	Bancos centrales nacionales
BE	Banco de España
BOE	Boletín Oficial del Estado
BPI	Banco de Pagos Internacionales
CBE	Circular del Banco de España
CCAA	Comunidades Autónomas
CCLL	Corporaciones Locales
CECA	Confederación Española de Cajas de Ahorros
CEM	Confederación Española de Mutualidades
CFEE	Cuentas Financieras de la Economía Española
CNAE	Clasificación Nacional de Actividades Económicas
CNE	Contabilidad Nacional de España
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
CNTR	Contabilidad Nacional Trimestral de España
DEG	Derechos Especiales de Giro
DGSEFP	Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones
DGT	Dirección General de Tráfico
DGTPF	Dirección General del Tesoro y Política Financiera
EC	Entidades de crédito
EFC	Establecimientos financieros de crédito
Eonia	Índice medio del tipo de interés del euro a un día (<i>Euro Overnight Index Average</i>)
Euribor	Tipo de interés de oferta de los depósitos interbancarios en euros (<i>Euro Interbank Offered Rate</i>)
Eurostat	Oficina de Estadística de las Comunidades Europeas
EPA	Encuesta de población activa
FAAF	Fondo para la Adquisición de Activos Financieros
FFPP	Fondos de pensiones
FIAMM	Fondos de Inversión en activos del mercado monetario
FIM	Fondos de inversión mobiliaria
FMI	Fondo Monetario Internacional
FMM	Fondos del mercado monetario
FOGASA	Fondo de Garantía Salarial
FROB	Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria
IAPC	Índice armonizado de precios de consumo
ICO	Instituto de Crédito Oficial
IFM	Instituciones financieras monetarias
IGAE	Intervención General de la Administración del Estado
IIC	Instituciones de inversión colectiva
INE	Instituto Nacional de Estadística

INVERCO	Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones
IPC	Índice de precios de consumo
IPI	Índice de producción industrial
IPRI	Índice de precios industriales
IPSEBENE	Índice de precios de servicios y de bienes elaborados no energéticos
ISFLSH	Instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares
IVA	Impuesto sobre el valor añadido
NEDD	Normas especiales de distribución de datos del FMI
OBS	Obra benéfico-social
OCDE	Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos
OIFM	Otras instituciones financieras monetarias
OM	Orden Ministerial
OOAA	Organismos Autónomos
OOAAPP	Otras Administraciones Públicas
OPEP	Organización de Países Exportadores de Petróleo
OSR	Otros sectores residentes
PDE	Protocolo de Déficit Excesivo
PEC	Pacto de Estabilidad y Crecimiento
PIB	Producto interior bruto
PIBpm	Producto interior bruto a precios de mercado
PNB	Producto nacional bruto
RD	Real Decreto
RM	Resto del mundo
SAREB	Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria
SCLV	Sistema de Compensación y Liquidación de Valores
SEC	Sistema Europeo de Cuentas
SEPE	Servicio Público de Empleo Estatal
SICAV	Sociedad de Inversión de Capital Variable
SIFMI	Servicios de Intermediación Financiera Medidos Indirectamente
SME	Sistema Monetario Europeo
TAE	Tasa anual equivalente
TEDR	Tipo Efectivo Definición Restringida
UE	Unión Europea
UEM	Unión Económica y Monetaria
UE-15	Países componentes de la Unión Europea a 30.4.2004
UE-25	Países componentes de la Unión Europea desde 1.5.2004
UE-27	Países componentes de la Unión Europea desde 1.1.2007
VNA	Variación neta de activos
VNP	Variación neta de pasivos

SIGLAS DE PAÍSES Y MONEDAS

De acuerdo con la práctica de la UE, los países están ordenados según el orden alfabético de los idiomas nacionales.

BE	Bélgica	EUR (euro)
BG	Bulgaria	BGN (lev búlgaro)
CZ	República Checa	CZK (corona checa)
DK	Dinamarca	DKK (corona danesa)
DE	Alemania	EUR (euro)
EE	Estonia	EUR (euro)
IE	Irlanda	EUR (euro)
GR	Grecia	EUR (euro)
ES	España	EUR (euro)
FR	Francia	EUR (euro)
IT	Italia	EUR (euro)
CY	Chipre	EUR (euro)
LV	Letonia	LVL (lats letón)
LT	Lituania	LTL (litas lituano)
LU	Luxemburgo	EUR (euro)
HU	Hungría	HUF (forint húngaro)
MT	Malta	EUR (euro)
NL	Países Bajos	EUR (euro)
AT	Austria	EUR (euro)
PL	Polonia	PLN (zloty polaco)
PT	Portugal	EUR (euro)
RO	Rumania	RON (nuevo leu rumano)
SI	Eslovenia	EUR (euro)
SK	Eslovaquia	EUR (euro)
FI	Finlandia	EUR (euro)
SE	Suecia	SEK (corona sueca)
UK	Reino Unido	GBP (libra esterlina)
JP	Japón	JPY (yen japonés)
US	Estados Unidos	USD (dólar estadounidense)

ABREVIATURAS Y SIGNOS

M1	Efectivo en manos del público + Depósitos a la vista.
M2	M1 + Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses + Depósitos a plazo hasta dos años.
M3	M2 + Cesiones temporales + Participaciones en fondos del mercado monetario e instrumentos del mercado monetario + Valores distintos de acciones emitidos hasta dos años.
m€/me	Millones de euros.
mm	Miles de millones.
A	Avance.
P	Puesta detrás de una fecha [ene (P)], indica que todas las cifras correspondientes son provisionales. Puesta detrás de una cifra, indica que únicamente esta es provisional.
SO	Serie original.
SD	Serie desestacionalizada.
T _j ⁱ	Tasa de la media móvil de i términos, con j de desfase, convertida a tasa anual.
m _j	Tasa de crecimiento básico de período j.
M	Referido a datos anuales (1970 M) o trimestrales, indica que estos son medias de los datos mensuales del año o trimestre, y referido a series de datos mensuales, decenales o semanales, que estos son medias de los datos diarios de dichos periodos.
R	Referido a un año o mes (99 R), indica que existe una discontinuidad entre los datos de ese período y el siguiente.
...	Dato no disponible.
—	Cantidad igual a cero, inexistencia del fenómeno considerado o carencia de significado de una variación al expresarla en tasas de crecimiento.
0,0	Cantidad inferior a la mitad del último dígito indicado en la serie.